

**ANALISIS PENGARUH EVA, MVA DAN KINERJA
KEUANGAN KONVENSIONAL TERHADAP RETURN
SAHAM DI BURSA EFEK JAKARTA**



Tesis

**Diajukan sebagai salah satu syarat
untuk menyelesaikan Program Pasca Sarjana
pada Program Magister Manajemen
Universitas Diponegoro**

Disusun Oleh:

**YULIANTY USMAN, ST.
NIM. C4A003091**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2004**



SERTIFIKAT

Saya, Yulianty Usman, ST, yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program Magister Manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya

Yulianty Usman, ST

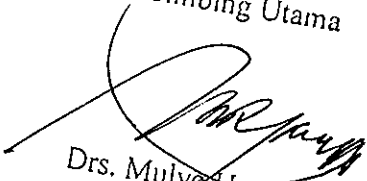
PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul:

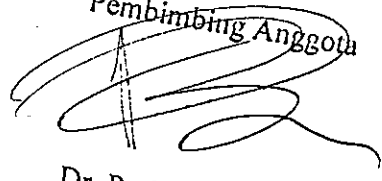
ANALISIS PENGARUH EVA, MVA DAN KINERJA KEUANGAN KONVENSIONAL TERHADAP RETURN SAHAM DI BURSA EFEK JAKARTA

yang disusun oleh Yulianty Usman, ST, NIM C4A003091
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 17 Desember 2004
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima


Pembimbing Utama


Drs. Mulyo Haryanto, MS

Pembimbing Anggota


Dr. Purbayu BS, MS

Semarang, Desember 2004
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua Program


Prof. Dr. Gede Mangunwihardjo

ABSTRACT

This research is performed in order to test the influence of alternative performance of economic value added (EVA) and market value added (MVA) and the traditional financial performance as Return On Asset (ROA) and earning per share (EPS) toward stock return. The purpose of this study is to measure and to analyze influence company financial performance by using EVA and MVA method as alternative method and the traditional financial performance (ROA and EPS) toward stock return.

Methodology research as the sample used purposive sampling with criteria as (1) The stock of industry was always seen the annual financial report over period 1999-2002 and (2) The stock of industry was continue given dividend over period 1999-2002. Data that needed in this research from Indonesian Capital Market Directory (ICMD 2003) and JSX Monthly and total sample was acquired 37 of 330 was listed in JSX. Data analysis with multi linier regression of ordinary least square and hypotheses test used t-statistic and f-statistic at level of significance 5%, a classic assumption examination which consist of data normality test, multicollinearity test, heteroskedasticity test and autocorrelation test is also being done to test the hypotheses.

During 1999-2002 period show as variable and data research was normal. Based on the result of this research, classic assumption deviation has not founded this indicate that the available data has fulfill the condition to use multi linier regression model. Empirical evidence of first analysis show as ROA and EPS to have influence toward stock return at level of significance less than 5% (as 4,7% and 1,4% respectively). While, two independent variable (ROA and EPS) also have influence toward stock return at level of significance less than 5% (as 3,5%), with predicted power as 3,7%. While empirical evidence of second analysis show as EVA and MVA to have not influence toward stock return at level of significance less than 5% (as 16,0% and 51,8% respectively). While, two independent variable (EVA and MVA) also have not influence toward stock return at level of significance less than 5% (as 36,8%), with predicted power as 3,9%. Result of This research indicate that conventional finance performance (ROA and EPS) used by investor to predict return of company which listed in Jakarta Stock Exchange (JSX) at period 1999-2002. while of alternative finance performance (EVA and MVA) show weak influence. The mentioned caused by EVA And MVA in this time represent finance ratio which less so be recognized by investor, so that the investor knowledge hit EVA and MVA still relative minimize.

ABSTRAK

Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh kinerja alternatif *economic value added* (EVA) dan *market value added* (MVA) dan kinerja keuangan konvensional dengan variabel *return on asset* (ROA) dan *earning per share* (EPS) terhadap return saham.

Teknik sampling yang digunakan adalah purposive sampling dengan kriteria (1) perusahaan yang selalu menyajikan laporan keuangan per desember 1999-2002 dan (2) perusahaan yang secara kontinyu membagikan dividen per desember 1999-2002. Data diperoleh berdasarkan publikasi *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD 2003) dan *JSX Monthly*. Diperoleh jumlah sampel sebanyak 37 perusahaan dari 330 perusahaan yang terdaftar di BEJ. Teknik analisis yang digunakan adalah regresi berganda dengan persamaan kuadrat terkecil dan uji hipotesis menggunakan t-statistik untuk menguji koefisien regresi parsial serta f-statistik untuk menguji keberartian pengaruh secara bersama-sama dengan *level of significance* 5%. Selain itu juga dilakukan uji asumsi klasik yang meliputi uji normalitas, uji multikolinieritas, uji heteroskedastisitas dan uji autokorelasi.

Berdasarkan hasil penelitian tidak ditemukan variabel yang menyimpang dari asumsi klasik, hal ini menunjukkan bahwa data yang tersedia telah memenuhi syarat untuk menggunakan model persamaan regresi linier berganda. Dari hasil penelitian pada analisis pertama menunjukkan bahwa variabel ROA dan EPS secara parsial signifikan berpengaruh terhadap return saham perusahaan di BEJ periode 1999-2002 pada *level of significance* kurang dari 5% (masing-masing sebesar 4,7% dan 1,4%). Sedangkan secara bersama-sama (ROA dan EPS) terbukti signifikan berpengaruh terhadap return saham perusahaan di BEJ pada level kurang dari 5% (3,5%). Kemampuan prediksi dari kedua variabel tersebut (ROA dan EPS) terhadap return saham sebesar 3,7%. Sementara hasil penelitian pada analisis kedua menunjukkan bahwa EVA dan MVA secara parsial tidak signifikan berpengaruh terhadap return saham perusahaan di BEJ periode 1999-2002 pada *level of significance* kurang dari 5% (masing-masing sebesar 16,0% dan 51,8%). Sedangkan secara bersama-sama (EVA dan MVA) terbukti juga tidak signifikan berpengaruh terhadap return saham perusahaan di BEJ pada level kurang dari 5% (36,8). Kemampuan prediksi dari kedua variabel tersebut (EVA dan MVA) terhadap return saham sebesar 3,9% sebagaimana ditunjukkan oleh besarnya *adjusted R square* sebesar 3,9%. Hasil Penelitian ini menunjukkan bahwa kinerja keuangan konvensional perusahaan (ROA dan EPS) digunakan oleh investor untuk memprediksi return saham perusahaan pada perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Jakarta pada periode 1999-2002. Sedangkan kinerja keuangan alternatif yang tercermin melalui EVA dan MVA menunjukkan pengaruh yang lemah. Hal tersebut disebabkan karena EVA dan MVA pada saat ini merupakan rasio keuangan yang kurang begitu dikenal oleh investor, sehingga pengetahuan investor mengenai EVA dan MVA masih relatif kecil.

UCAPAN TERIMA KASIH

Penulis panjatkan puji dan syukur kehadiran Allah SWT atas karunia dan rahmat yang telah dilimpahkan-Nya, Khususnya dalam penyusunan laporan penelitian ini. Penulisan tesis ini dimaksudkan untuk memenuhi sebagian dari persyaratan-persyaratan guna memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen pada Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro Semarang.

Penulis menyadari bahwa baik dalam pengungkapan, penyajian dan pemilihan kata-kata maupun pembahasan materi tesis ini masih jauh dari sempurna. Oleh karena itu dengan penuh kerendahan hati penulis mengharapkan saran, kritik dan segala bentuk pengarahannya dari semua pihak untuk perbaikan tesis ini.

Pada kesempatan ini penulis mengucapkan terima kasih pada semua pihak yang telah membantu dalam penyusunan tesis ini, khususnya kepada:

1. Bapak Drs. Mulyo Haryanto, MS, selaku dosen pembimbing utama yang telah mencurahkan perhatian dan tenaga serta dorongan kepada penulis hingga selesainya tesis ini.
2. Bapak Dr. Purbayu BS, MS, selaku dosen pembimbing anggota yang telah membantu dan memberikan saran-saran serta perhatian sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini.
3. Para staff pengajar Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah memberikan ilmu manajemen melalui suatu kegiatan belajar mengajar dengan dasar pemikiran analitis dan pengetahuan yang lebih baik.

4. Para staff administrasi Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah banyak membantu dan mempermudah penulis dalam menyelesaikan studi di Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
5. Kedua orang tua yang saya hormati, yang telah memberikan segala cinta dan perhatiannya yang begitu besar sehingga penulis merasa terdorong untuk menyelesaikan cita-cita dan memenuhi harapan keluarga.
6. Teman-teman kuliah, yang telah memberikan sebuah persahabatan dan kerjasama yang baik selama menjadi mahasiswa di Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang

Hanya doa yang dapat penulis panjatkan semoga Allah SWT berkenan membalas semua kebaikan Bapak, Ibu, Saudara dan teman-teman sekalian. Akhir kata, semoga penelitian ini dapat bermanfaat bagi pihak yang berkepentingan.

Semarang, Desember 2004

Yulianty Usman, ST

DAFTAR ISI

Halaman Judul.....	i
Surat Pernyataan Keaslian Tesis	ii
Halaman Persetujuan/ Pengesahan.....	iii
Abstract	iv
Abstrak	v
Ucapan Terima Kasih.....	vi
Daftar Tabel	xi
Daftar Gambar.....	xii
Bab I. PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Perumusan Masalah	9
1.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian.....	11
Bab II. TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL PENELITIAN ...	13
2.1. Telaah Pustaka	13
2.2. Penelitian Terdahulu	29
2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis	32
2.4. Perumusan Hipotesis.....	33
2.5. Definisi Operasional Variabel	34
Bab III. METODE PENELITIAN	38
3.1. Jenis dan Sumber Data	38
3.2. Populasi dan Sampling.....	38
3.3. Metode Pengumpulan Data	38

3.4. Teknik Analisis	39
3.5. Pengujian Hipotesis.....	40
3.6. Pengujian Penyimpangan Asumsi Klasik	43
Bab IV. ANALISIS DATA	46
4.1. Gambaran Umum dan Data Deskriptif.....	46
4.2. Data Deskriptif.....	51
4.3. Pembahasan dan Hasil Analisis	57
Bab V. SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN	77
5.1. Simpulan	77
5.2. Implikasi Kebijakan	80
5.3. Keterbatasan Penelitian	81
5.4. Agenda Penelitian Mendatang	82
Referensi	83

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1. Return Perusahaan di BEJ Periode 2000-2002	7
Tabel 2.1. Penelitian Terdahulu	32
Tabel 2.2. Definisi Operasional Variabel.....	37
Tabel 4.1. Sampel Perusahaan Berdasarkan Total Asset	49
Tabel 4.2. Sampel Perusahaan Berdasarkan Jumlah Hutang	50
Tabel 4.3. Sampel Perusahaan Berdasarkan Jumlah EAT	51
Tabel 4.4. Statistik Deskriptif ROA.....	52
Tabel 4.5. Statistik Deskriptif EPS	53
Tabel 4.6. Statistik Deskriptif EVA	55
Tabel 4.7. Statistik Deskriptif MVA.....	56
Tabel 4.8. Statistik Deskriptif Return Saham.....	57
Tabel 4.9. Kolmogorov-Smirnov (Persamaan Pertama).....	60
Tabel 4.10. Kolmogorov-Smirnov (Persamaan Kedua).....	62
Tabel 4.11. Hasil Perhitungan VIF (Persamaan Pertama).....	63
Tabel 4.12. Hasil Perhitungan VIF (Persamaan Kedua)	63
Tabel 4.13. Hasil Uji Heteroskedastisitas (Persamaan Pertama)	64
Tabel 4.14. Hasil Uji Heteroskedastisitas (Persamaan Kedua).....	66
Tabel 4.15. Pengujian Durbin-Watson (Persamaan Pertama).....	67
Tabel 4.16. Pengujian Durbin-Watson (Persamaan Kedua)	69
Tabel 4.17. Korelasi Antar Variabel Bebas	70
Tabel 4.18. Hasil Perhitungan Regresi Simultan (Persamaan Pertama)	71
Tabel 4.19. Hasil Perhitungan Regresi Parsial (Persamaan Pertama).....	72

Tabel 4.20. Hasil Perhitungan Regressi Simultan (Persamaan Kedua)	74
Tabel 4.21. Hasil Perhitungan Regresi Parsial (Persamaan Kedua).....	75

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1. Kerangka Pemikiran Teoritis.....	33
Gambar 3.1. Daerah Penerimaan Hipotesis Uji-T.....	41
Gambar 3.2. Daerah Penerimaan Hipotesis Uji-F	42
Gambar 4.1. Grafik Histogram (Persamaan Pertama).....	58
Gambar 4.2. Grafik Normal Plot (Persamaan Pertama).....	59
Gambar 4.3. Grafik Histogram (Persamaan Kedua)	60
Gambar 4.4. Grafik Normal Plot Persamaan Kedua).....	61
Gambar 4.5. Grafik Scaterplot (Persamaan Pertama)	65
Gambar 4.6. Grafik Scaterplot Persamaan Kedua)	67
Gambar 4.7. Hasil Uji Durbin-Watson (Persamaan Pertama)	68
Gambar 4.8. Hasil Uji Durbin-Watson Persamaan Kedua)	69

BAB I PENDAHULUAN

1.1. Latar belakang

Penggunaan *economic value added* (EVA) sebagai pengukur kinerja perusahaan telah banyak digunakan oleh para investor di Amerika Serikat karena dianggap dengan menggunakan EVA dapat menciptakan tambahan kemakmuran bagi para pemegang saham. Tujuan utama para investor melakukan investasi di pasar modal adalah untuk memperoleh tingkat kembalian (*return*) yang optimal melalui analisis kinerja perusahaan. Kinerja suatu perusahaan merupakan hasil dari serangkaian proses atas semua pengorbanan sebagai sumberdaya perusahaan yang tercermin dalam laporan keuangan (neraca) dapat diketahui pertumbuhan *asset*, *liabilities* dan *equity*. Penilaian kinerja perusahaan berdasarkan EVA menurut beberapa peneliti mempunyai kemampuan yang lebih baik daripada pengukur kinerja keuangan konvensional seperti *return on assets* (ROA), *return on equity* (ROE), *earning per share* (EPS) dan pengukur kinerja keuangan konvensional lainnya (Bacidore *et al.*, 1997; dan Grant 1996 dalam Sartono dan Setiawan, 1999). Lebih jauh Bacidore *et al.*, (1997) dalam Sartono dan Setiawan, (1999) menemukan bahwa EVA berhubungan positif dengan *abnormal return* dengan signifikansi pada level 1%. Hal ini dikarenakan EVA menilai kinerja perusahaan dengan memperhitungkan secara tepat semua faktor-faktor yang berhubungan dengan penciptaan nilai. EVA

juga mempertimbangkan biaya modal yang ditanggung perusahaan meliputi: biaya hutang, biaya modal saham biasa dan biaya modal saham preferen.

Dodd dan Chen (1996) menunjukkan pengaruh positif EVA terhadap saham saham namun EVA bukan satu-satunya pengukur kinerja yang dapat dikaitkan dengan *return* saham. Lebih jauh, Dodd dan Chen (1996) menemukan bahwa ROA masih dianggap lebih baik dan berkorelasi sedikit lebih tinggi daripada EVA (R^2 ROA sebesar 24,5% dan R^2 EVA sebesar 20,2%) sedangkan EPS dan ROE dengan R^2 masing-masing sebesar 5% dan 7%. Hasil penelitian dari Bacidore et al (1997) dan Dodd dan Chen (1996) menunjukkan hasil yang kontradiktif, dimana Bacidore et al. (1997) menemukan EVA sebagai pengukur kinerja yang paling signifikan mempengaruhi *return* saham daripada ukuran kinerja keuangan konvensional sedangkan Dodd dan Chen (1996) menemukan ukuran kinerja keuangan konvensional (terutama ROA) masih lebih baik mempengaruhi *return* saham daripada EVA.

Rousana (1997) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa EVA tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham perusahaan di BEJ pada periode 1990-1993. Penelitian tersebut didukung oleh Dewanto (1998) yang meneliti pengaruh EVA terhadap harga saham di BEJ seperti yang dilakukan Rousana (1997) dengan periode pengamatan yang berbeda (1994-1997) menunjukkan bahwa EVA tidak signifikan mempengaruhi harga atau *return* saham. Kedua hasil penelitian tersebut juga didukung oleh Sartono dan Setiawan (1999) menunjukkan bahwa EVA tidak signifikan berhubungan dengan *abnormal return* di BEJ dengan sampel 63 perusahaan yang terdaftar di BEJ pada periode 1994-1997. Hasil akan berbeda jika

sampel dan periode pengamatan yang berbeda pula, terutama pada periode sejak 1998 sampai dengan sekarang.

Kinerja keuangan modern selain EVA yang dikaitkan dengan pasar juga diukur dari *market value added* (MVA) yang merupakan nilai pasar saham dibandingkan dengan nilai bukunya. Perusahaan yang baik ditunjukkan dengan nilai MVA yang positif dan lebih besar dari 1. MVA dihitung dari selisih antara nilai pasar saham dikurangi nilai buku per lembar saham. MVA positif menunjukkan saham perusahaan tersebut dinilai oleh investor lebih besar dari pada nilai buku per lembarnya. Hasil penelitian tentang MVA menunjukkan hasil yang tidak signifikan berhubungan *return* saham (Rousana, 1997., Dewanto, 1998). Hasil ini menunjukkan bahwa MVA belum sepenuhnya digunakan oleh investor dalam perdagangan saham di BEJ. Berdasarkan teori mestinya MVA berhubungan positif dengan *return* saham, namun dari kedua penelitian tersebut menunjukkan hasil yang bertentangan dengan teori., oleh karenanya perlu dilakukan penelitian lanjutan.

Ketiga hasil peneliti Indonesia tersebut bertentangan dengan hasil penelitian di Amerika Serikat (Bacidore *et al.*, 1997 dalam Sartono dan Setawan, 1999). Sementara teori juga menyatakan bahwa EVA merupakan ukuran kinerja perusahaan yang lebih baik daripada ukuran kinerja konvensional, karena EVA merupakan ukuran dengan memperhitungkan secara tepat semua faktor-faktor yang berhubungan dengan penciptaan nilai (*value*). Demikian pula MVA yang merupakan ukuran kinerja perusahaan yang terkait dengan pasar juga tidak sesuai dengan teori dan hasil penelitian di luar negeri. Berdasarkan hasil penelitian dari peneliti luar negeri dan

peneliti dalam negeri menunjukkan hasil penelitian yang kontradiktif dan menimbulkan *research gap* sehingga diperlukan penelitian lanjutan untuk membuktikan bagaimana pengaruh EVA dan MVA terhadap return saham selama periode pengamatan (2000-2002).

Berdasar laporan keuangan tersebut para investor dan analis dapat melakukan penilaian kinerja perusahaan baik penilaian berdasar EVA dan MVA maupun penilaian berdasar ukuran kinerja konvensional. Pengukuran kinerja konvensional yang penting dan biasanya merupakan pusat perhatian investor maupun para analis keuangan (*financial analyst*) meliputi analisis terhadap posisi keuntungan kompetitif perusahaan, likuiditas aktiva perusahaan terutama berhubungan dengan kemampuan keuangan perusahaan di dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya, tingkat *leverage* terhadap *shareholders equity*, serta komposisi dan pertumbuhan operasional penjualan perusahaan. Berdasar laporan keuangan historis tersebut, selanjutnya dapat diketahui rasio-rasio keuangan dan ukuran-ukuran lain yang dikaitkan dengan model pasar.

Salah satu rasio rentabilitas atau profitabilitas yang terpenting dan bermanfaat untuk memprediksi harga atau *return* saham adalah *return on assets* (ROA). Rasio ini digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan didalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan aktiva yang dimilikinya. ROA merupakan rasio antara laba sesudah pajak terhadap total asset. Semakin besar ROA menunjukkan kinerja perusahaan semakin baik, karena tingkat kembalian (*return*) semakin besar.

Penelitian tentang ROA yang dikaitkan dengan harga atau *return* saham

dilakukan oleh Rina Trisnawati (1999) yang meneliti tentang pengaruh informasi prospektus pada *return* saham di pasar modal, menemukan bahwa ROA tidak signifikan berpengaruh terhadap *return* saham di BEJ. Sementara Syahib Natarsyah (2000) juga melakukan penelitian tentang “analisis pengaruh beberapa faktor fundamental dan resiko sistematis terhadap harga saham” menunjukkan bahwa ROA secara signifikan berpengaruh positif terhadap harga atau *return* saham. Lebih jauh, Syahib Natarsyah (2000) menunjukkan bahwa hasil penelitiannya konsisten dengan peneliti sebelumnya seperti yang dilakukan oleh Hartono dan Chendrawati (1999). Namun hasil penelitian tersebut tidak konsisten dengan bukti empiris yang ditemukan Sparta (2000) yang menunjukkan bahwa ROA tidak signifikan (pada level 5%) terhadap harga saham.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh peneliti di dalam negeri menunjukkan hasil penelitian yang kontradiktif terutama hasil penelitian Rina Trisnawati (1999) dengan hasil penelitian sejenis lainnya. Karena terdapat hasil penelitian yang kontradiktif antara hasil-hasil penelitian sebelumnya, maka perlu dilakukan penelitian lanjutan untuk membuktikan bagaimana hubungan ROA terhadap harga atau *return* saham.

Penelitian tentang hubungan EPS yang dilakukan terhadap pasar modal Indonesia (BEJ) belum ada bukti empiris yang mendukung. Hasil penelitian yang berhubungan dengan EPS lebih banyak disorot hanya dari segi *price earning ratio* (PER) saja (Ferson & Harvey, 1996; Claude *et al.*, 1996 dan Barker, 1999) yang menunjukkan hasil yang berbeda-beda terutama hasil penelitian Claude *et al.* (1996)

dengan peneliti lainnya. Namun dari hasil-hasil penelitian tersebut tidak menghubungkan antara EPS dengan harga atau *return* saham seperti yang dilakukan oleh Dodd dan Chen (1996), sehingga perlu dilakukan penelitian lanjutan yang menghubungkan antara kedua variabel tersebut (EPS dengan *return* saham).

Alasan digunakannya *return* saham sebagai variabel dependen didasarkan pada harga pasar yang semakin tinggi menunjukkan bahwa saham tersebut juga semakin diminati oleh investor karena dengan semakin tinggi harga saham akan menghasilkan *return* yang semakin besar pula. *Return* merupakan selisih antara harga pasar periode sekarang (t) dengan harga pasar periode sebelumnya ($t-1$). Perkembangan *return* saham, ROA dan EPS pada 37 perusahaan dapat dilihat pada Tabel 1.1. sebagai berikut:

Tabel 1.1
Return Saham, ROA dan EPS Perusahaan di BEJ Periode 2000-2002

No.	Nama Perusahaan	Return Saham			ROA			EPS		
		2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
1	PT. Aneka Tambang	-0,35714	-0,11111	0,03125	15,23	14,02	8,12	311	291	106
2	PT. Aqua Golden Mississippi	0,75	1,5	0,071429	11,28	9,35	12,12	2922	3648	5023
3	PT. Astra Agro Lestari	-0,5	-0,05128	0,675676	2,95	2,56	8,79	47	41	150
4	PT. Asuransi Ramayana	0,034483	0,166667	-0,22857	5,45	9,87	5,55	158	328	129
5	PT. Bank Buana Indonesia	0,033333	0,193548	-0,24324	0,96	2,12	1,89	45	96	90
6	PT. BAT Indonesia	-0,78772	-0,47934	0,420635	7,07	15,52	16,97	871	1718	1791
7	PT. Berlian Laju Tanker	0,075	0,651163	-0,72676	0,87	3,43	4,11	55	55	51
8	PT. Centris Multi Persada Pratama	-0,5	-0,37	-0,04762	1,47	1,73	1,16	38	50	45
9	PT. Dankos Laboratories	-0,57692	-0,16364	-0,13043	9,45	10,38	14,10	51	66	104
10	PT. Delta Djakarta	-0,25253	0,027027	0,078947	8,9	12,87	11,81	2148	2785	2800
11	PT. Duta Pertiwi Nusantara	-0,58929	-0,30435	-0,45	12,67	8,2	2,11	138	86	21
12	PT. Ekadharma Tape Industry	-0,37778	-0,35714	0,111111	10,44	10,01	10,68	136	134	140
13	PT. Eratex Djaya	-0,5	-0,01176	-0,52381	1,03	1,43	1,02	54	67	44
14	PT. Fast Food Indonesia	-0,9	-0,18421	0,16129	13,99	12,32	15,41	59	58	84
15	PT. Good Year	-0,4	-0,18333	-0,11224	9,17	3,01	4,27	908	286	401
16	PT. Gudang Garam	-0,22272	-0,33462	-0,04046	20,69	15,52	13,51	1166	1085	1085
17	PT. HM Sampoerna	-0,16174	-0,78523	0,15625	11,89	10,09	17,02	219	212	371
18	PT. Humpus Intermoda	-0,36364	0,285714	0,185185	17	8,16	6,43	962	468	310
19	PT. Indosat	0,028571	0,05	-0,02116	22,45	6,5	1,53	1586	1403	325
20	PT. Intan Wijaya International	-0,38636	-0,4	-0,32099	13,22	13,64	3,02	198	175	29
21	PT. Lautan Luas	-0,63182	-0,40741	-0,25	3,71	6,42	2,16	33	63	25
22	PT. Lion Metal Works	-0,36111	0,043478	0,25	11,72	11,72	10,97	236	225	228
23	PT. Maskapai Reasuransi Ind.	0,066667	-0,57813	-0,03704	1	4,53	3,95	18	105	45
24	PT. Multi Bintang Ind.	-0,15	-0,38235	0,309524	21,61	21,99	17,90	4448	5403	4037
25	PT. Pan Brother Tax	0,333333	-0,26923	1,105263	12,94	11,41	11,46	195	236	210
26	PT. Mustika Ratu	-0,41304	-0,07407	-0,712	11,30	12,33	7,01	294	340	48
27	PT. Petrosea	-0,56522	0,033333	-0,01613	4,45	17,12	3,41	346	1.145	228
28	PT. Rig Tenders Indonesia	0,12	0,071429	0,166667	32,88	21,58	2,49	2189	1694	189
29	PT. Samudera Indonesia	-0,25455	0,365854	-0,16964	4,68	3,59	3,96	621	512	50,4
30	PT. Selamat Sempurna	0,777778	-0,1	-0,19444	11,14	9,64	6,89	227	210	155
31	PT. Semen Gresik	-0,4763	-0,05172	0,481818	4,57	3,62	3,87	578	535	453
32	PT. Sepatu Bata	-0,09963	0,147541	0,071429	30,47	28,47	23,02	4871	4882	3720
33	PT. Tembaga Mulla Semanan	-0,16923	0,481481	-0,55	1,39	3,13	3,70	386	1056	1147
34	PT. Tempo Scan Pacific	-0,47881	0,056911	0,269231	24,35	19,05	17,41	773	704	703
35	PT. Tiga Raksa Satria	-0,14286	0,333333	-0,275	2,83	7,26	4,61	182	520	381
36	PT. Tirta Mahakam Plywood Ind.	-0,83478	-0,21053	-0,16667	4,59	3,12	2,85	21	17	18
37	PT. Unilever Indonesia	-0,8913	0,308	0,11315	36,08	33,07	31,64	1066	1162	1282

Sumber: ICMD 2003

Berdasarkan Tabel 1.1 dapat dilihat bahwa besarnya *return* perusahaan menunjukkan kinerja yang kurang baik dengan banyaknya perusahaan yang menghasilkan *return* yang negatif. Pada tahun 2000 sebanyak 28 perusahaan atau 75,67% yang mempunyai *return* negatif, tahun 2001 sebanyak 19 perusahaan atau 51,35% dan pada tahun 2002 meningkat menjadi 20 perusahaan atau 54,05% yang mempunyai *return* negatif. Sehingga dapat disimpulkan kinerja perusahaan menunjukkan hasil yang kurang baik yang ditunjukkan dengan peningkatan jumlah perusahaan yang mempunyai *return* negatif. Penurunan *return* saham tersebut juga diikuti oleh penurunan EPS dan ROA. Sehingga EPS dan ROA merupakan dua kinerja keuangan konvensional yang berpengaruh terhadap *return* saham, sebagai pembanding dari kinerja keuangan konvensional maka perlu diteliti variabel kinerja keuangan modern yaitu EVA dan MVA, hal ini perlu dilakukan setelah adanya *research gap* dari peneliti terdahulu. Dimana Bacidore et al (1997) menunjukkan bahwa EVA dan MVA mempunyai pengaruh yang lebih signifikan terhadap *return* saham daripada ROA dan EPS sementara Dodd dan Chen (1996) menyatakan bahwa ROA dan EPS mempunyai pengaruh lebih signifikan dari pada EVA dan MVA, penelitian tersebut didukung oleh Hartono dan Chendrawati (1999) namun Rousana (1997) menunjukkan bahwa EVA dan MVA tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham sementara ROA mempunyai pengaruh yang positif terhadap *return* saham, hasil penelitian tersebut didukung oleh Dewanto (1998) dan Sartono dan Setiawan (1999). Oleh karena itu perlu diteliti faktor-faktor yang berpengaruh

terhadap return saham terutama pada kinerja keuangan konvensional (ROA dan EPS) dan kinerja keuangan modern (EVA dan MVA).

1.2. Perumusan Masalah

Kinerja perusahaan yang ditunjukkan dalam laporan keuangan bermanfaat bagi para pengambil keputusan, terutama investor yang menanamkan dananya di pasar modal. Laba bersih setelah pajak (*earning after tax*) merupakan salah satu ukuran keberhasilan perusahaan dari hasil operasinya dengan menggunakan aktiva yang ada di dalam perusahaan harus digunakan seefisien mungkin, sehingga menghasilkan pendapatan (laba bersih) yang seoptimal mungkin.

Kinerja perusahaan dapat diukur berdasarkan *economic value added* (EVA) dan *market value added* (MVA) maupun kinerja konvensional yang terdiri dari *return on asset* (ROA) dan *earning per share* (EPS).

Bagi investor penilaian kinerja perusahaan sangat bermanfaat untuk memprediksi tingkat kembalian (return) dari aktivitas investasinya. Pengukuran kinerja perusahaan berdasar EVA dan MVA di pasar modal Indonesia relatif masih baru dan belum banyak dimanfaatkan oleh para investor dan analis. Disisi lain penilaian berdasar kinerja konvensional telah banyak dilakukan oleh para peneliti sebelumnya dengan hasil yang berbeda-beda.

Berdasarkan hasil penelitian terdahulu menunjukkan beberapa *research gap* pengaruh antara rasio modern yang diwakili oleh EVA dan MVA dan rasio konvensional yang diwakili oleh ROA dan EPS terhadap Return saham yaitu: (1)

Dodd dan Chen (1996) menyatakan bahwa ROA dan EPS mempunyai pengaruh lebih signifikan dari pada EVA dan MVA, penelitian tersebut didukung oleh Hartono dan Chendrawati (1999), (2) Bacidore et al (1997) menunjukkan bahwa EVA dan MVA mempunyai pengaruh yang lebih signifikan terhadap return saham daripada ROA dan EPS, (3) Rousana (1997) menunjukkan bahwa EVA dan MVA tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham sementara ROA mempunyai pengaruh yang positif terhadap return saham, hasil penelitian tersebut didukung oleh Dewanto (1998) dan Sartono dan Setiawan (1999).

Atas dasar *research gap* dari hasil penelitian sebelumnya yang menguji pengaruh antara rasio modern (EVA dan MVA) dan rasio konvensional (ROA dan EPS) terhadap return saham maka diperlukan perluasan penelitian yang menguji pengaruh antara rasio modern (EVA dan MVA) dan rasio konvensional (ROA dan EPS) terhadap return saham.

Berdasarkan uraian tersebut, maka permasalahan penelitian terdiri dari enam permasalahan yaitu :

1. Bagaimana pengaruh ROA terhadap *return* saham perusahaan yang terdaftar di BEJ ?
2. Bagaimana pengaruh EPS terhadap *return* saham perusahaan yang terdaftar di BEJ ?
3. Bagaimana pengaruh EVA terhadap *return* saham perusahaan yang terdaftar di BEJ ?
4. Bagaimana pengaruh MVA terhadap *return* saham perusahaan yang

terdaftar di BEJ ?

5. Bagaimanakah ROA dan EPS secara bersama-sama mempengaruhi *return* saham perusahaan yang terdaftar di BEJ?
6. Bagaimanakah EVA dan MVA secara bersama-sama mempengaruhi *return* saham perusahaan yang terdaftar di BEJ?
7. Apakah ada perbedaan dalam mempengaruhi *return* saham antara kinerja keuangan konvensional (ROA dan EPS) dan kinerja keuangan modern (EVA dan MVA) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta?

1.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian

1.3.1. Tujuan Penelitian

Sesuai dengan permasalahan yang diajukan maka tujuan dari penelitian ini adalah untuk :

1. Menganalisis pengaruh ROA terhadap *return* saham.
2. Menganalisis pengaruh EPS terhadap *return* saham.
3. Menganalisis pengaruh EVA terhadap *return* saham.
4. Menganalisis pengaruh MVA terhadap *return* saham.
5. Menganalisis pengaruh ROA dan EPS secara bersama-sama terhadap *return* saham.
6. Menganalisis pengaruh EVA dan MVA secara bersama-sama terhadap *return* saham

7. Menganalisis perbedaan pengaruh antara kinerja keuangan konvensional (ROA dan EPS) dan kinerja keuangan modern (EVA dan MVA) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta

1.3.2. Kegunaan Penelitian

Penelitian ini bermanfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan terutama investor sebagai bahan pertimbangan yang bermanfaat untuk pengambilan keputusan investasi di pasar modal. Secara terperinci manfaat penelitian dapat dijabarkan sebagai berikut :

1. Bagi investor, hasil penelitian ini dapat digunakan acuan sebagai bahan pertimbangan yang bermanfaat untuk pengambilan keputusan investasi di pasar modal (khususnya instrumen keuangan).
2. Bagi masyarakat dapat digunakan untuk mengamati kinerja saham yang didasarkan pada EVA, MVA dan kinerja keuangan konvensional perusahaan (ROA dan EPS) yang dipublikasikan melalui JSX Statistik.
3. Bagi para peneliti terdahulu dapat digunakan untuk melihat konsistensi hasil dan perluasan penelitiannya sehingga bermanfaat sebagai pembanding dan pengembangan hasil-hasil penelitian sejenis.
4. Bagi penelitian selanjutnya dapat digunakan sebagai dasar perluasan penelitian terutama yang berhubungan dengan EVA, MVA dan kinerja keuangan konvensional perusahaan (ROA dan EPS) yang dikaitkan dengan *return* saham.

BAB II TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL PENELITIAN

2.1. Konsep Dasar

2.1.1. *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA)

Economic Value Added (EVA) adalah suatu pengukuran dengan memperhiitungkan secara tepat semua faktor yang berhubungan dengan penciptaan nilai (*value*). EVA sedikit berbeda dengan *discounted cash flow method* yang lain karena EVA memperhitungkan *opportunity cost of equity*.

Economic Value Added (EVA) tidak lain merupakan selisih antara tingkat pengembalian modal (*rate of return capital*, *r*) dengan biaya modal (*cost of capital*, *c*) dan dikalikan dengan nilai buku ekonomis dari modal.

Secara matematis EVA dapat dirumuskan sebagai berikut : (Sartono dan Setiawan, 1999 : 124)

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= (r - c) \times \text{capital} \\ &= r \times \text{capital} - c \times \text{capital} \dots\dots\dots(1) \end{aligned}$$

dimana, *r* = tingkat kembalian modal (*rate of return on capital*)

capital = nilai buku ekonomis dari modal (*economic book value of the capital*)

c = *cost of capital*

Selanjutnya berdasar rumus (1) tersebut EVA dapat diformulasikan sebagai berikut :

$$EVA = NOPAT - (c \times capital) \dots \dots \dots (2)$$

NOPAT = Laba bersih operasi setelah pajak (*net operating profit after tax*)

EVA telah mendapat perhatian yang cukup besar bagi pengamat di bidang keuangan (terutama di Amerika Serikat) sejak tahun 90-an. EVA menurut beberapa peneliti dianggap mempunyai kemampuan yang lebih baik daripada pengukur kinerja konvensional seperti ROA, ROE, dan indikator lainnya.

Dalam penelitian Bacidore *et al* (1997) dalam Sartono dan Setiawan, (1999), menunjukkan bahwa nilai perusahaan terdiri dari dua komponen yaitu asset fisik (*asset in place*) dan nilai sekarang bersih peluang investasi saat ini dan masa yang akan datang. Komponen yang kedua kurang tangible dibandingkan dengan asset fisik dan sangat dipengaruhi oleh strategi perusahaan.

Sementara Lee (1996), menyatakan bahwa nilai perusahaan juga dapat ditentukan dengan cara menjumlahkan total modal yang diinvestasikan dengan nilai sekarang EVA yang diharapkan. Hal ini disebabkan karena EVA adalah nilai residu atau surplus pendapatan yang tersisa setelah mengurangi total (rupiah) biaya modal dari aliran kas (*cash flow*) perusahaan yang diharapkan di masa datang.

Nilai sekarang dari EVA yang diharapkan (*expected EVA*) ini yang disebut sebagai *market value added* (MVA) yang merupakan nilai pasar utang dan modal perusahaan dikurangi dengan total kapital yang digunakan untuk mendukung nilai tambah tersebut. Secara ekuivalen MVA dapat dipandang sebagai "*total economic surplus*" perusahaan (Grant 1996 dalam Sartono dan Setiawan 1999).

EVA merupakan pengukuran kinerja yang menghubungkan secara langsung antara teoritis dan empiris. MVA merupakan pengukuran yang membedakan antara nilai pasar dari sebuah perusahaan dengan kontribusi modal yang diberikan oleh para pemilik dan kreditor. MVA merupakan penentu pengukuran penciptaan kesejahteraan para pemegang saham. MVA juga merefleksikan bagaimana manajemen dapat mengelola perusahaan dengan baik yang diukur berdasarkan *present value* dari hasil yang diharapkan dalam jangka panjang. MVA diperoleh dengan mengalikan selisih antara harga saham dan nilai buku per lembar saham dengan jumlah saham yang dikeluarkan. Nilai buku perlembar saham didapat dari membagi keuntungan perlembar saham atau earning per share (EPS) dengan tingkat pengembalian atas modal sendiri atau return on equity (ROE) atau dengan membagi total equity dengan jumlah lembar saham yang beredar (Sartono dan Setiawan, 1999).

Berdasar konsep tersebut maka EVA dan MVA berhubungan positif dengan tingkat kembalian (*return*) yang akan diterima oleh para pemegang saham, karena EVA yang semakin besar menunjukkan kinerja perusahaan semakin meningkat sehingga *return* saham juga meningkat; demikian pula MVA. Teori tersebut tidak sepenuhnya didukung oleh hasil-hasil penelitian yang menghubungkan EVA dan MVA dengan *return* saham. Sebagaimana telah disinggung dimuka bahwa hasil-hasil penelitian yang menghubungkan EVA dan MVA dengan *return* saham menunjukkan bukti empiris yang berbeda-beda terutama hasil penelitian Bacidore *et al* (1997) dalam Sartono dan Setiawan (1999) dengan hasil penelitian Dodd dan Chen (1996). Perbedaan hasil penelitian tersebut terletak pada pentingnya EVA dan MVA sebagai

prediktor terhadap *return* saham. Bacidore *et al* (1997) dalam Sartono dan Setiawan (1999) menemukan bahwa EVA dan MVA merupakan faktor yang dominan berhubungan positif dengan *abnormal return* dengan signifikansi pada level 1%; sedangkan Dodd dan Chen (1996) menemukan bahwa EVA dan MVA tidak lebih baik daripada ROA sebagai prediktor terhadap *return* saham.

Kedua hasil penelitian tersebut (Bacidore *et al.*,1997 dalam Sartono dan Setiawan, 1999 dan Dodd dan Chen.,1996) menunjukkan bahwa investor belum tentu mereaksi harga saham yang didasarkan pada penilaian berdasar EVA dan MVA serta kinerja konvensional lainnya. Namun demikian kedua hasil penelitian tersebut dapat membuktikan bahwa EVA dan MVA sebagai pengukur kinerja yang berpengaruh positif terhadap *return* saham.

Disisi lain penelitian yang dilakukan di Indonesia oleh Rousana (1997), Dewanto (1998) dan Sartono dan Setiawan (1999) menunjukkan bahwa EVA dan MVA tidak signifikan berhubungan dengan *abnormal return* di BEJ. Hal ini mengindikasikan bahwa investor di pasar modal Indonesia belum memanfaatkan EVA dan MVA sebagai ukuran penilaian kinerja perusahaan publik.

2.1.2. Biaya Modal (*Cost of Capital*)

Setiap perusahaan selalu membutuhkan dana untuk membiayai operasi perusahaan yang bisa dipenuhi dari pemilik modal berupa modal sendiri maupun dari pinjaman dari pihak lain berupa hutang dana tersebut mempunyai biaya modal yang harus ditanggung perusahaan.

Biaya modal merupakan semua biaya yang secara riil dikeluarkan oleh perusahaan dalam rangka mendapatkan sumber dana, biaya yang dikeluarkan ini bisa bersifat eksplisit seperti biaya bunga maupun bersifat implisit yakni biaya yang dikeluarkan pada masa yang akan datang seperti pelunasan obligasi yang dikeluarkan pada saat jatuh tempo.

Waston dan Brigham (1995) menjelaskan, biaya modal adalah tingkat hasil yang dicapai sehingga nilai perusahaan tidak turun. Sumber modal utama yang ditanamkan akan menentukan besarnya biaya modal. Dengan biaya modal ini akan ditentukan dasar untuk memilih rencana investasi yang akan dilakukan.

Dengan demikian konsep biaya modal menggambarkan suatu tingkat keuntungan yang harus dicapai perusahaan dalam beroperasi. Usaha untuk mencapai tingkat keuntungan tersebut menunjukkan bahwa perusahaan tidak terlepas dari kepentingan (harapan) investor. Hubungan ini mengindikasikan bahwa konsep modal didasarkan pada tujuan utama perusahaan yaitu, memaksimalkan pemegang saham.

Biaya modal terdiri dari penjumlahan biaya-biaya modal individual yang meliputi :

1. Biaya Hutang (*Cost of Debt*)

Biaya hutang adalah biaya yang ditanggung perusahaan karena menggunakan sumberdaya yang berasal dari pinjaman. Perhitungan biaya hutang dapat didasarkan pada metode *before tax basis* dan *after tax basis*, maka biaya hutang harus juga dihitung dengan dasar yang sama. (Brigham;1983).

Perhitungan biaya hutang setelah pajak diperoleh dengan melakukan *tax adjustment* yaitu mengalikan biaya hutang dengan faktor $(1-t)$. Sebagai berikut :

$$\text{Component cost of debt} = K_d (1-t) \text{ (Brigham;1983;p.418)} \dots\dots\dots(3)$$

Biaya hutang dihitung berdasarkan biaya-biaya pinjaman dalam bentuk prosentase.

Jika data yang digunakan laporan keuangan, maka *cost of debt* dihitung dari :

$$\frac{\text{total biaya-biaya}}{\text{total pinjaman}} \times 100 \% \dots\dots\dots(4)$$

2. Biaya modal saham preferen

Saham preferen adalah surat bukti kepemilikan saham yang memberikan penghasilan tetap berupa dividen yang besarnya telah ditentukan prosentasenya terhadap harga sahamnya. Saham ini sering disebut modal saham semi hutang, karena mengharuskan perusahaan memberikan penghasilan tetap yaitu, dividen dalam jumlah tetap walaupun perusahaan merugi.

Dividen untuk saham preferen dibayar terlebih dahulu sebelum dividen saham biasa dibagikan. Biaya modal saham preferen dihitung dengan cara membagi dividen saham preferen dengan harga saham preferen saat ini (Brigham;1983)

Biaya modal saham preferen dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Component cost of preferred stock (Kp)} = D_p / P_n \text{ (Brigham;1983;p 418)} \dots\dots\dots(5)$$

D_p = *dividen per share* , P_n = harga pasar per lembar saham

3. Biaya Modal Saham Biasa

Saham biasa merupakan surat bukti kepemilikan perusahaan oleh pemegang saham biasa dan tidak mempunyai hak istimewa pada saham preferen. Dividen yang dibayarkan kepada investor tercermin pada besarnya *dividen per share*, jadi bila

perusahaan tidak membagikan dividen maka investor tidak mendapatkan *dividend yield* yang merupakan keuntungan dari dividen yang harus dibagikan.

Besarnya biaya modal saham biasa merupakan perbandingan dari dividen yang dibayarkan pada akhir tahun dengan penjumlahan antara harga saham dengan pertumbuhan dividennya. (Brigham, 1983, hal.420)

4. Biaya Modal Rata-rata Tertimbang (WACC)

Biaya modal rata-rata tertimbang adalah tingkat biaya penggunaan modal perusahaan secara keseluruhan meliputi biaya hutang, saham preferen dan modal sendiri. Perhitungan WACC melibatkan proporsi modal masing-masing sumber dana terhadap total dana estimasi. WACC merupakan jumlah dari seluruh biaya modal individual atas perkalian proporsi dana dengan biaya modal individual. Dengan demikian untuk mencari biaya modal rata-rata tertimbang menggunakan persamaan sebagai berikut :

$$WACC = WdKd (1-t) + WpKp + WsKs \text{ (Brigham, 1983; p.425).....(6)}$$

Dimana :

WACC = *weighted average cost of capital*

WdKd = proporsi hutang dikalikan dengan biaya hutang

(1-t) = 1- tarif pajak

WpKp = proporsi saham prioritas dikalikan dengan biaya saham prioritas

WsKs = proporsi saham biasa dikalikan dengan biaya saham biasa dari laba tak dibagi

2.1.3. *Return on Asset (ROA)*

Return on assets (ROA) merupakan salah satu rasio rentabilitas (profitabilitas) yang terpenting digunakan untuk memprediksi harga atau *return* saham perusahaan publik. Rentabilitas merupakan salah satu rasio keuangan yang digunakan untuk analisis fundamental. Rasio-rasio keuangan yang digunakan untuk analisis fundamental dapat dikelompokkan dalam 5 jenis yaitu : rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio rentabilitas (profitabilitas), rasio solvabilitas (*solvency ratio*) dan rasio pasar (*market ratio*).

Return on assets (ROA) digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan di dalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan aktiva yang dimilikinya. ROA merupakan rasio antara laba sesudah pajak terhadap total asset. Semakin besar ROA menunjukkan kinerja perusahaan semakin baik, karena tingkat kembalian (*return*) semakin besar. *Return on asset* (ROA) juga merupakan perkalian antara faktor *net income margin* dengan perputaran aktiva. *Net income margin* menunjukkan kemampuan memperoleh laba dari setiap penjualan yang diciptakan oleh perusahaan, sedangkan perputaran aktiva menunjukkan seberapa jauh perusahaan mampu menciptakan penjualan dari aktiva yang dimilikinya. Apabila salah satu dari faktor tersebut meningkat (atau keduanya), maka ROA juga akan meningkat. Apabila ROA meningkat, berarti profitabilitas perusahaan meningkat, sehingga dampak akhirnya adalah peningkatan profitabilitas yang dinikmati oleh pemegang saham (Suad Husnan, 1998:hal.340).

Penelitian tentang ROA yang dikaitkan dengan prediksi *earning* dilakukan oleh Mas'ood Machfoed (1994) yang meneliti tentang *financial ratio analysis and the prediction of earnings changes in Indonesia*, menemukan bahwa rasio profitabilitas yang signifikan untuk memprediksi *earning* periode satu tahun kedepan adalah *gross profit to sales* (GPS), *net income to sales* (NIS) dan *net income to networth* (NINW) atau sering disebut *return on equity* (ROE).

Dari hasil penelitian tersebut nampak bahwa *return on asset* (ROA) tidak signifikan untuk memprediksi pendapatan (*earning*). Penelitian yang menghubungkan antara ROA dengan harga atau *return* saham dilakukan oleh Rina Trisnawati (1999) yang meneliti tentang pengaruh informasi prospektus pada *return* saham di pasar modal, menemukan bahwa ROA tidak signifikan berpengaruh terhadap *return* saham di Bursa Efek Jakarta.

Syahib Natarsyah (2000) juga melakukan penelitian tentang "analisis pengaruh beberapa faktor fundamental dan risiko sistematis terhadap harga saham" menunjukkan bahwa ROA secara signifikan berpengaruh positif terhadap terhadap harga atau *return* saham. Lebih jauh, Syahib Natarsyah (2000) menunjukkan bahwa hasil penelitiannya konsisten terhadap hasil peneliti sebelumnya seperti yang dilakukan oleh Hartono dan Chendrawati (1999).

Sementara Sparta (2000) menunjukkan bahwa ROA tidak signifikan berpengaruh terhadap harga atau *return* saham perusahaan perbankan pada level 5 %, tetapi signifikan pada level kurang dari 10 % (0,061). Lebih jauh Sparta (2000)

menunjukkan bahwa ROA juga signifikan berhubungan dengan *price to book value* (PBV) pada level kurang dari 10%.

Berdasar konsep dan hasil-hasil penelitian tersebut umumnya menunjukkan bahwa ROA berpengaruh positif terhadap harga atau *return* saham (sekali pun beberapa peneliti menunjukkan signifikansi pada level kurang dari 10 %). Hasil tersebut mengindikasikan bahwa para investor masih tetap menggunakan ROA sebagai ukuran kinerja perusahaan untuk memprediksi *return* saham di pasar modal (terutama di BEJ).

Secara matematis ROA dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\boxed{\text{ROA} = \frac{\text{NIAT}}{\text{Total Assets}}} \dots\dots\dots(7)$$

2.1.4. *Earning per Share* (EPS)

EPS merupakan perbandingan antara laba bersih setelah pajak pada satu tahun buku dengan jumlah saham yang diterbitkan (*outstanding share*).

Secara matematis EPS dihitung dengan rumus sebagai berikut : (Robert Ang, 1997, p.6.22)

$$\boxed{\text{EPS} = \frac{\text{NIAT} - [D]}{Ss}} \dots\dots\dots(8)$$

NIAT adalah laba bersih setelah pajak, D adalah dividen yang dibagikan dalam satu tahun buku untuk saham preferen, dan Ss merupakan total seluruh saham yang diterbitkan. Perhitungan dividen dalam rumus EPS bersifat optimal, artinya

komponen dividen tersebut boleh digunakan atau tidak digunakan. Berdasarkan rumus tersebut, maka besarnya angka EPS diperoleh dengan cara membagi keuntungan yang diperoleh emiten (yang dimaksud adalah keuntungan setelah dipotong pajak, namun sebelum dibayarkan dividen) dengan jumlah saham beredar.

Hasil penelitian tentang hubungan EPS yang dilakukan terhadap pasar modal Indonesia (BEJ) belum ada bukti empiris yang mendukung. Hasil penelitian yang berhubungan dengan EPS lebih banyak digunakan variabel *price earning ratio* (PER) nya (Ferson & Harvey, 1996; Claude *et al.*, 1996 dan Barker, 1999) yang menunjukkan hasil yang berbeda-beda terutama hasil penelitian Claude *et al.* (1999) dengan peneliti lainnya. Hasil penelitian tersebut tidak menghubungkan antara EPS dengan harga atau *return* saham seperti yang dilakukan oleh Dodd dan Chen (1996), sehingga perlu dilakukan penelitian lanjutan yang menghubungkan antara kedua variabel tersebut (PER dan *return* saham). Dari hasil penelitian yang dilakukan oleh Dodd dan Chen (1996) menunjukkan bahwa EPS berpengaruh positif terhadap *return* saham. Hal ini sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa semakin tinggi EPS menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih setelah pajak semakin meningkat. Dengan meningkatnya laba bersih yang dihasilkan oleh perusahaan maka *return* yang diterima oleh para pemegang saham juga semakin meningkat.

2.1.5. Return Saham

Return (tingkat kembalian) adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya. Tanpa adanya tingkat keuntungan

yang dinikmati dari suatu investasi, tentunya investor (pemodal) tidak akan melakukan invesrasi. Jadi setiap investasi baik jangka pendek maupun jangka panjang mempunyai tujuan utama mendapatkan keuntungan yang disebut sebagai *return* baik langsung maupun tak langsung (Robbert Ang, 1997:hal.20.2).

Komponen *return* terdiri dari dua jenis yaitu *current income* (pendapatan lancar) dan *capital gain* (keuntungan selisih harga). *Current income* merupakan keuntungan yang diperoleh melalui pembayaran yang bersifat periode seperti pembayaran bunga deposito, bunga obligasi, dividen dan sebagainya. Disebut sebagai pendapatan lancar, maksudnya adalah keuntungan yang diterima biasanya dalam bentuk kas atau setara kas, sehingga dapat diuangkan secara cepat, seperti bunga atau jasa giro, dan dividen tunai. Dan yang setara kas adalah saham bonus atau dividen saham yaitu dividen yang dibayarkan dalam bentuk saham dan dapat dikonversi menjadi uang kas.

Komponen kedua dari *return* adalah *capital gain*, yaitu keuntungan yang diterima karena adanya selisih antara harga jual dengan harga beli saham dari suatu instrumen investasi. *Capital gain* sangat tergantung dari harga pasar instrumen investasi, yang berarti bahwa instrumen investasi harus diperdagangkan dipasar. Dengan adanya perdagangan maka akan timbul perubahan nilai suatu instrumen investasi yang memberikan *capital gain*. Besarnya *capital gain* dilakukan dengan analisis return historis yang terjadi pada periode sebelumnya, sehingga dapat ditentukan besarnya tingkat kembalian yang diinginkan (*expected return*).

Expected return merupakan *return* (tingkat kembalian) yang diharapkan oleh investor atas suatu investasi yang akan diterima pada masa yang akan datang. Faktor yang mempengaruhi *return* suatu investasi meliputi faktor internal perusahaan dan faktor eksternal. Faktor internal perusahaan meliputi kualitas dan reputasi manajemen, struktur permodalan, struktur hutang, tingkat laba yang dicapai dan kondisi intern perusahaan lainnya. Faktor eksternal meliputi pengaruh kebijakan moneter dan fiskal, perkembangan sektor industri, faktor ekonomi dan sebagainya. (Robbert Ang, 1997: hal.20.3).

Harga saham umumnya menggunakan indeks harga saham gabungan (IHSG). Jogyanto Hartono (1998), memberikan definisi IHSG merupakan indeks yang dihitung dari perbandingan pasar terhadap nilai dasarnya dengan rumus sebagai berikut :

$$IHSG = (\text{nilai pasar} / \text{nilai dasar}) \times 100 \dots \dots \dots (9)$$

Dimana nilai pasar merupakan rata-rata tertimbang nilai pasar (jumlah lembar tercatat di bursa dikalikan dengan harga perlembarannya) dari saham umum/biasa, saham-saham preferen dan nilai dasar merupakan nilai pasar yang didasarkan pada ketentuan sebagai nilai dasar.

Nilai dasar ini mulai diberlakukan pada tanggal 10 Agustus 1982 sebesar 100. Nilai dasar dari IHSG selalu disesuaikan untuk kejadian-kejadian seperti IPO, *right issue*, *partial / company listing*, konversi dari *warrant* dan *convertible bond* dan *de-listing* (pengunduran diri dari pencatatan karena kebangkrutan). Untuk kejadian-

kejadian seperti pemecahan lembar saham (*stock splits*), dividen saham (*stock dividends*), dan *bonus issue* tidak merubah nilai dasar dari IHSG.

Jogiyanto HM (1998) membedakan konsep *return* menjadi dua kelompok yaitu *return* tunggal dan *return* portfolio. *Return* tunggal merupakan hasil yang diperoleh dari investasi yang berupa *return* realisasi dan *return* ekspektasi.

Return realisasi (*realized return*) merupakan *return* yang terjadi yang dihitung berdasarkan data historis dan berfungsi sebagai salah satu pengukur kinerja perusahaan. *Return* realisasi (*realized return*) juga sering disebut sebagai *actual return*. *Actual return* historis juga berguna sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi (*expected return*) di masa datang. Dalam penelitian ini konsep *return* yang digunakan adalah *capital gain*.

Secara matematis *return* saham dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{return} = \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}} \dots\dots\dots(10)$$

Dimana P_t adalah harga saham individual pada periode t (sekarang) dan P_{t-1} adalah harga saham pada periode sebelumnya ($t-1$).

2.1.6. Hubungan *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA)

Terhadap *Return* Saham

Dalam penelitian Bacidore *et al* (1997) dalam Sartono dan Setiawan (1999), menunjukkan bahwa nilai perusahaan terdiri dari dua komponen yaitu *asset* fisik (*asset in place*) dan nilai sekarang bersih peluang investasi saat ini dan masa yang

akan datang. Komponen yang kedua kurang *tangible* dibandingkan dengan *asset* fisik dan sangat dipengaruhi oleh strategi perusahaan.

Sementara Lee (1996), menyatakan bahwa nilai perusahaan juga dapat ditentukan dengan cara menjumlahkan total modal yang diinvestasikan dengan nilai sekarang EVA yang diharapkan. Hal ini disebabkan karena EVA adalah nilai residu atau surplus pendapatan yang tersisa setelah mengurangi total (rupiah) biaya modal dari aliran kas (*cash flow*) perusahaan yang diharapkan di masa datang.

Nilai sekarang dari EVA yang diharapkan (*expected EVA*) ini yang disebut sebagai *market value added* (MVA) yang merupakan nilai pasar utang dan modal perusahaan dikurangi dengan total kapital yang digunakan untuk mendukung nilai tambah tersebut. Secara ekuivalen MVA dapat dipandang sebagai "*total economic surplus*" perusahaan (Grant 1996 dalam Sartono dan Setiawan 1999).

Berdasar konsep tersebut maka EVA dan MVA berhubungan positif dengan tingkat kembalian (*return*) yang akan diterima oleh para pemegang saham, karena EVA dan MVA yang semakin besar menunjukkan kinerja perusahaan semakin meningkat sehingga *return* saham juga meningkat.

2.1.7. Hubungan ROA Terhadap *Return* Saham

ROA digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan di dalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan aktiva yang dimilikinya. ROA atau sering disebut sebagai ROI merupakan rasio antara laba sesudah pajak terhadap total asset. Semakin besar ROA menunjukkan kinerja perusahaan semakin baik, karena *return* semakin besar. ROA juga merupakan perkalian antara faktor *net income*

margin dengan perputaran aktiva. *Net income margin* menunjukkan kemampuan memperoleh laba dari setiap penjualan yang diciptakan oleh perusahaan, sedangkan perputaran aktiva menunjukkan seberapa jauh perusahaan mampu menciptakan penjualan dari aktiva yang dimilikinya. Apabila salah satu dari faktor tersebut meningkat (atau keduanya), maka ROA juga akan meningkat. Apabila ROA meningkat berarti profitabilitas perusahaan meningkat, sehingga dampak akhirnya adalah peningkatan profitabilitas yang dinikmati oleh pemegang saham (Suad Husnan, 1998: hal.340).

Berdasarkan konsep dan hasil-hasil penelitian terdahulu umumnya menunjukkan bahwa ROA berpengaruh positif terhadap harga atau *return* saham (sekali pun beberapa peneliti menunjukkan signifikansi pada level kurang dari 10%). Hasil tersebut mengindikasikan bahwa para investor masih tetap menggunakan ROA sebagai ukuran kinerja perusahaan untuk memprediksi *return* saham di pasar modal (terutama di BEJ), dengan demikian ROA yang semakin besar menunjukkan kinerja perusahaan semakin meningkat sehingga *return* saham juga meningkat.

2.1.8. Hubungan EPS Terhadap *Return* Saham

Hasil penelitian tentang hubungan EPS yang dilakukan terhadap pasar modal Indonesia (BEJ) belum ada bukti empiris yang mendukung. Hasil penelitian yang berhubungan dengan EPS lebih banyak digunakan variabel PER nya (Ferson & Harvey, 1996; Claude *et al.*, 1996 dan Barker, 1999) yang menunjukkan hasil yang berbeda-beda terutama hasil penelitian Claude *et al.* (1999) dengan peneliti lainnya. Hasil penelitian tersebut tidak menghubungkan antara EPS dengan harga atau *return*

saham seperti yang dilakukan oleh Dodd dan Chen (1996), sehingga perlu dilakukan penelitian lanjutan yang menghubungkan antara kedua variabel tersebut (PER dan *return* saham).

Dari hasil penelitian yang dilakukan oleh Dodd dan Chen (1996) menunjukkan bahwa EPS berpengaruh positif terhadap *return* saham. Hal ini sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa semakin tinggi EPS menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih setelah pajak semakin meningkat. Dengan meningkatnya laba bersih yang dihasilkan oleh perusahaan maka *return* yang diterima oleh para pemegang saham juga semakin meningkat.

2.2. Penelitian Terdahulu

Bacidore *et al*, (1997) dalam Sartono dan Setiawan (1999), mengatakan bahwa penilaian kinerja perusahaan berdasarkan EVA dan MVA mempunyai kemampuan yang lebih baik daripada pengukur kinerja konvensional seperti *return on assets* (ROA), *return on equity* (ROE) dan pengukur kinerja konvensional lainnya. Lebih jauh, Bacidore *et al*.(1997) dalam Sartono dan Setiawan (1999), menemukan bahwa EVA berhubungan positif dengan *abnormal return* dengan signifikansi pada level 1 %.

Stern Stewart & Co telah menguji hubungan EVA dan MVA dari 1000 perusahaan besar di U.S. menunjukkan bahwa secara statistik EVA mampu menjelaskan lebih dari 50% terhadap MVA perusahaan. Sebaliknya, laba akuntansi

hanya mampu menjelaskan perubahan MVA sebesar 18%, dan *cash flow* hanya mampu menjelaskan sebesar 22%, sisanya dijelaskan faktor lain.

Sementara Dodd dan Chen (1996) menemukan bahwa *stock return* dan EVA per saham berkorelasi cukup signifikan, namun EVA bukan satu-satunya pengukur kinerja yang dapat dikaitkan dengan *return* saham. Lebih jauh, Dodd dan Chen (1996) menemukan bahwa *return on assets* (ROA) masih dianggap lebih baik dan berkorelasi sedikit lebih tinggi daripada EVA (R^2 ROA sebesar 24,5 % dan R^2 EVA sebesar 20,2%); sedangkan *earning per share* (EPS) dan *return on equity* (ROE) dengan R^2 masing-masing sebesar 5 % dan 7 %.

Grant (1996) dalam Sartono dan Setiawan (1999) juga melakukan penelitian untuk menguji pengaruh EVA terhadap nilai perusahaan dengan meregresikan MVA dengan EVA (keduanya dibagi dengan modal), dan hasilnya menunjukkan hubungan-hubungan yang positif.

Beberapa penelitian tentang EVA dan MVA sudah pernah dilakukan di Indonesia, namun hasilnya berbeda dengan penelitian-penelitian diatas. Rousana (1997) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa EVA dan MVA belum banyak digunakan oleh para investor (asing maupun domestik) di BEJ pada periode 1990-1993 sebagai alat untuk menganalisis kinerja suatu perusahaan. Hasil korelasi antara EVA dengan MVA pada perusahaan-perusahaan yang *listed* di BEJ tidak menunjukkan korelasi yang signifikan. Rousana mengemukakan tidak signifikannya korelasi antara EVA dan MVA membuktikan bahwa belum efisiennya pasar modal di Indonesia. (BEJ), para investor belum sepenuhnya menggunakan informasi yang

tersedia untuk menganalisis suatu saham perusahaan, sehingga harga saham yang terjadi belum mencerminkan semua informasi yang ada.

Dewanto (1998) kembali menguji EVA dan MVA terhadap harga saham di BEJ seperti yang dilakukan Rousana (1997) dengan tahun pengamatan yang berbeda yaitu dengan periode penelitian 1994-1996. Dewanto (1998) kembali mendapat kesimpulan yang sama tentang EVA, yaitu bahwa EVA tidak berkorelasi secara signifikan terhadap proporsi utang dan proporsi saham.

Kedua hasil penelitian tersebut juga didukung oleh Sartono dan Setiawan (1999) menunjukkan bahwa EVA dan MVA tidak signifikan berhubungan dengan *abnormal return* di BEJ dengan sampel 63 perusahaan yang terdaftar di BEJ pada periode 1994-1997.

Berbeda dengan penelitian diatas Hartono dan Chendrawati (1999) melakukan penelitian tentang pengaruh EVA dan perputaran pada *asset* (ROA) terhadap pengembalian saham. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah EVA dan ROA. Sampel yang digunakan adalah *purposive sampling* 45 saham yang terdaftar dalam LQ-45 yang dipublikasikan pada 13 juli 1994. Kriteria sampelnya adalah : perusahaan yang mempunyai nilai pasar terbaik dengan tingkat likuiditas tertinggi. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa ROA merupakan salah satu ukur tampilan yang lebih baik dari EVA, hasil ini konsisten dengan studi dari Dodd dan Chen (1996) yaitu ROA mempunyai hubungan lebih dekat dari EVA terhadap *return* saham.

Tabel 2.1.
Penelitian Terdahulu

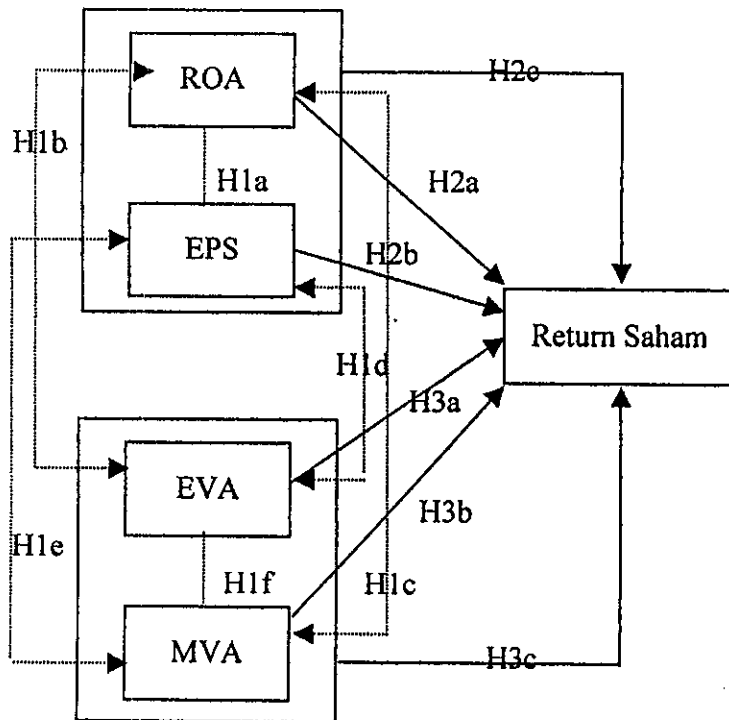
Nama Peneliti	Tahun	Variabel	Sampel	Hasil Penelitian
Dodd & Chen	1996	EVA, ROA, ROE, <i>Return Saham</i>	566 perusahaan pada bursa saham di Amerika	ROA lebih signifikan terhadap <i>return</i> dari pada EVA
Bacidore <i>et al</i>	1997	EVA, MVA, ROA, <i>Return Saham</i>		EVA berhubungan positif dengan <i>abnormal return</i> dengan signifikansi pada level 1 %
Rousana	1997	EVA, MVA, <i>Return Saham</i>	30 perusahaan <i>go public</i> di BEJ periode 1990-1993	EVA dan MVA tidak signifikan mempengaruhi harga atau <i>return</i> saham
Dewanto	1998	EVA, MVA, <i>Return Saham</i>	Perusahaan yang <i>listed</i> di BEJ periode 1994-1997	Tidak ada korelasi yang signifikan antara EVA dan MVA terhadap <i>abnormal return</i>
Sartono & Setiawan	1999	EVA, <i>Return Saham</i>	63 perusahaan yang <i>listed</i> di BEJ periode 1994-1997	EVA tidak signifikan berhubungan <i>abnormal return</i> di BEJ
Hartono & Chendrawati	1999	EVA, ROA, <i>Return Saham</i>	45 perusahaan yang <i>listed</i> sebagai LQ-45 tahun 1994	ROA lebih signifikan terhadap <i>return</i> saham dari pada EVA

Sumber : Dikembangkan untuk *research paper* ini

2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis

Berdasarkan telaah pustaka tersebut maka model pengaruh EVA, MVA, ROA dan EPS terhadap *return* saham, kerangka pikir yang diajukan adalah sebagai berikut:

Gambar 2.1.
Kerangka Pemikiran Teoritis



2.4. Perumusan Hipotesis

Dari model kerangka berpikir yang telah digambarkan diatas, maka dapat diuraikan hipotesis-hipotesis sebagai berikut:

- H1a. : Ada hubungan positif antara ROA dan EPS
- H1b. : Ada hubungan positif antara ROA dan EVA
- H1c. : Ada hubungan positif antara ROA dan MVA
- H1d. : Ada hubungan positif antara EPS dan EVA
- H1e. : Ada hubungan positif antara EPS dan MVA
- H1f. : Ada hubungan positif antara EVA dan MVA

- H2a : Ada pengaruh positif ROA terhadap return saham
- H2b : Ada pengaruh positif EPS terhadap return saham
- H2c : Ada pengaruh positif EPS dan ROA secara simultan terhadap return saham

- H3a : Ada pengaruh positif EVA terhadap return saham
 H3b : Ada pengaruh positif MVA terhadap return saham
 H3c : Ada pengaruh positif EVA dan MVA secara simultan terhadap return saham

2.5. Definisi Operasional Variabel

1. Variabel Independen

a. *Economic Value Added* (EVA)

Perhitungan EVA menggunakan rumus :

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{WACC} \times \text{capital})$$

Variabel-variabel pembentuk EVA meliputi :

1. *Net Operating After Tax* (NOPAT)

Perhitungan NOPAT dengan menggunakan rumus :

$$\text{NOPAT} = \text{laba sebelum pajak dan bunga} - \text{beban pajak}$$

2. Biaya modal rata-rata tertimbang (WACC)

Perhitungan WACC dengan menggunakan rumus :

$$\text{WACC} = \text{WdKd}(1-t) + \text{WpKp} + \text{WsKs} \text{ (Brigham, 1983, p.425)}$$

Dimana :

WACC : *weighted average cost of capital*

WdKd : proporsi hutang dikalikan dengan biaya hutang

(1-t) : 1-tarif pajak

WpKp : proporsi saham prioritas dikalikan dengan biaya saham prioritas

WsKs : proporsi saham biasa dikalikan dengan biaya saham biasa dari laba tak dibagi

3. *Capital*

Perhitungan *Capital* dengan menggunakan rumus :

$$\text{Capital} = \text{Hutang} + \text{Modal Sendiri}$$

4. Biaya Hutang (k_d)

Perhitungan biaya hutang dengan menggunakan rumus :

$$K_d = \frac{\text{Beban bunga}}{\text{Hutang jangka panjang}} \times (1 - t) \text{ (Brigham, 1983, p.418)}$$

5. Biaya modal saham biasa (K_s)

Perhitungan biaya modal saham dalam penelitian ini dinyatakan dalam rumus sebagai berikut:

$$K_s = D / P_o + g \text{ (Brigham, 1983, p.420)}$$

Dimana: D_1 : dividen yang dibayarkan pada akhir tahun

P_o : harga saham saat ini

G : pertumbuhan dividen

6. Biaya modal saham preferen (K_p)

Perhitungan biaya modal saham preferen dalam penelitian ini dinyatakan dalam rumus sebagai berikut:

$$K_p : D_p / P_n \text{ (Brigham, 1983, p.418)}$$

D_p : *dividen per share*, P_n : Harga pasar per lembar saham

b. *Market Value Added* (MVA)

MVA merupakan hasil kali selisih antara harga saham dan nilai buku per lembar saham dengan jumlah saham yang dikeluarkan) yang dapat dirumuskan sebagai berikut: (Sartono dan Setiawan, 1999)

$$MVA = (\text{Harga saham} - \text{Nilai buku perlembar saham}) \times \text{jumlah saham}$$

c. *Return on Asset* (ROA)

ROA adalah rasio menilai seberapa tingkat pengembalian dari asset yang dimiliki.

ROA dihitung dengan menggunakan rumus :

$$ROA = \frac{\text{Laba bersih setelah pajak}}{\text{Total Aktiva}}$$

d. *Earning Per Share* (EPS)

EPS merupakan perbandingan antara laba bersih setelah pajak pada satu tahun buku dengan jumlah saham yang diterbitkan (*outstanding share*).

Secara matematis EPS dihitung dengan rumus sebagai berikut : (Robert Ang, 1997, p.6.22)

$$EPS = \frac{NIAT - [D]}{S_s}$$

2. Variabel Dependen

variabel dependen dalam penelitian ini adalah tingkat pengembalian saham (*return* saham). Pada penelitian ini *return* saham dihitung menggunakan *return* saham individual atas dasar relisasi secara tahunan, dengan rumus :

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Secara garis besar definisi operasional variabel digambarkan pada tabel 2.2. sebagai berikut:

Tabel 2.2.
Definisi Operasional Variabel

No	Variabel	Definisi	Skala Pengukur	Pengukuran
1	EVA	Selisih antara laba bersih operasi dengan biaya modal	Rasio	$NOPAT - (c \times Capital)$
2	MVA	Hasil kali selisih antara harga saham dan nilai buku per lembar saham dengan jumlah saham yang dikeluarkan	Rasio	$(\text{Harga saham-nilai buku perlembar saham}) \times \text{jumlah saham}$
3	ROA	Rasio antara net <i>income after tax</i> (NIAT) terhadap <i>average total assets</i>	Rasio	$\frac{NIAT}{Total Asset}$
5	EPS	Rasio antara laba bersih setelah pajak (NIAT) dengan jumlah saham yang beredar	Rasio	$\frac{NIAT}{Jumlah Saham Beredar}$
6	<i>Return Saham</i>	Selisih antara harga penutupan periode sekarang dikurangi harga periode sebelumnya dibagi harga sebelumnya	Rasio	$\frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$

Sumber : Dikembangkan untuk research paper ini

BAB III METODE PENELITIAN

3.1. Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang sumber datanya diperoleh dari *Jakarta Stock Exchange (JSX) Statistic*, terutama *Table Trading* dan *Financial Ratios* untuk bulan Desember 2000 s/d 2002 secara tahunan.

3.2. Populasi dan Sampling

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang sahamnya terdaftar di BEJ rentang waktu 2000-2002 yang berjumlah 330 perusahaan. Teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut :

1. Perusahaan yang selalu menyajikan laporan keuangan per Desember 2000-2002
2. Perusahaan yang selalu membagikan dividen per desember 1999-2002.

Dari 330 perusahaan yang terdaftar di BEJ diperoleh jumlah sampel terpilih sebanyak 37 saham perusahaan.

3.3. Metode Pengumpulan Data

Sesuai dengan dengan jenis data yang diperlukan yaitu data sekunder, maka pengumpulan data didasarkan pada laporan keuangan yang dipublikasikan oleh BEJ melalui *Capital Market Directory* 2003 dan *Monthly* untuk periode 2000, 2001 dan 2002.

3.4. Teknik Analisis

Dalam teknik analisis pengaruh antara kinerja keuangan konvensional (EPS dan ROA) dan kinerja keuangan modern (EVA dan MVA) terhadap return saham perlu dibedakan, dikarenakan untuk melihat perbedaan besarnya pengaruh kedua jenis rasio tersebut (kinerja keuangan konvensional dan kinerja keuangan modern) terhadap return saham. Sehingga digunakan analisis regresi bertingkat. Untuk menguji kekuatan variabel penentu yang pertama (Rasio-rasio keuangan konvensional yang terdiri dari ROA dan EPS) terhadap return saham, maka dalam penelitian ini digunakan analisis regresi berganda dengan persamaan kuadrat terkecil (*ordinary least square* – OLS) dengan model dasar sebagai berikut:

$$R_t = a + b_1 \text{ ROA} + b_2 \text{ EPS} + e;$$

dimana:

R_t : Return saham;

ROA : Return on Asset,

EPS : Earning Per Share,

e : variabel residual.

Besarnya konstanta tercermin dalam “a”, dan besarnya koefisien regresi dari masing-masing variabel independen ditunjukkan dengan b_1 , dan b_2 . Kedua variabel bebas tersebut merupakan rasio-rasio keuangan konvensional yang terdiri dari ROA, dan EPS; sedangkan variabel dependennya adalah *return*.

Sedangkan untuk menguji kekuatan pengaruh rasio-rasio keuangan modern (EVA dan MVA) terhadap return juga digunakan analisis regresi berganda dengan

persamaan kuadrat terkecil (*ordinary least square* – OLS) dengan model dasar sebagai berikut:

$$R_t = a + b_1 \text{ EVA} + b_2 \text{ MVA} + e;$$

R_t : Return saham;

EVA : *Economic value added*,

MVA : Market value added

e : Variabel residual.

Besarnya konstanta tercermin dalam “a”, dan besarnya koefisien regresi dari variabel independen ditunjukkan dengan b_1 dan b_2 . Dalam persamaan yang kedua ini variabel bebas (independent) yaitu EVA dan MVA.

3.5. Pengujian Hipotesis

Pengujian terhadap hipotesis dilakukan dengan cara sebagai berikut :

1. Uji signifikansi (pengaruh nyata) variabel independen (X_i) terhadap variabel dependen (Y) baik secara parsial maupun secara bersama-sama dilakukan dengan uji statistik t (*t-test*) dan uji F (*F-test*).

a. *Uji t-statistik*

Uji keberartian koefisien (b_i) dilakukan dengan statistik-t. Hal ini digunakan untuk menguji koefisien regresi secara parsial dari variabel independennya. Adapaun hipotesis dirumuskan sebagai berikut :

$$H_1 : b_i > 0$$

Artinya terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel independen X_i terhadap variabel dependen (Y).

Nilai t-hitung dapat dicari dengan rumus: (Gujarati, 2003)

$$t_{hitung} = \frac{\text{Koefisien regresi } (b_i)}{\text{Standar Deviasi } b_i} \dots\dots\dots (11)$$

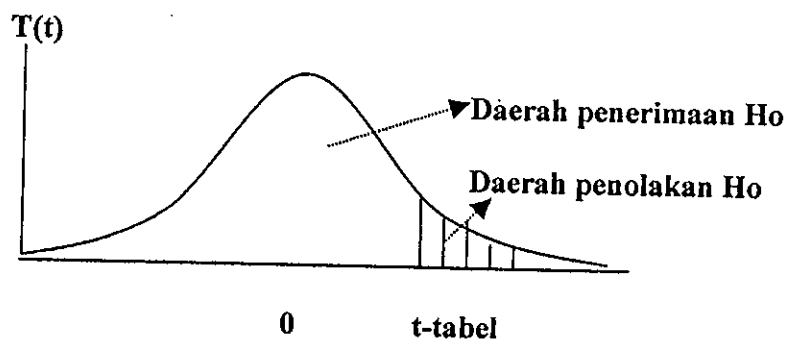
Jika $t_{hitung} > t_{tabel} (\alpha, n-k-1)$, maka H_0 ditolak; dan

Jika $t_{hitung} < t_{tabel} (\alpha, n-k-1)$, maka H_0 diterima.

Secara grafik daerah kedudukan H_a dan H_0 ditunjukkan dalam gambar

3.1. sebagai berikut:

Gambar 3.1
Daerah Penerimaan Hipotesis Uji-T



b. Uji F-statistik

Uji ini digunakan untuk menguji keberartian pengaruh dari seluruh variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen.

Hipotesa ini dirumuskan sebagai berikut :

$$H_1 : b_1, b_2 > 0$$

Artinya terdapat pengaruh yang signifikan secara bersama-sama dari variabel independen (X_1 s/d X_2) terhadap variabel dependen (Y).

Nilai F-hitung dapat dicari dengan rumus : (Gujarati, 2003)

$$F_{hitung} = \frac{R^2 / (k - 1)}{(1 - R^2) / (N - k)} \dots\dots\dots (12)$$

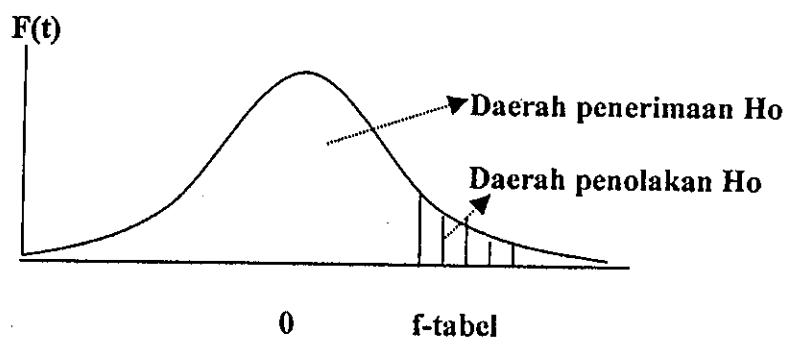
Jika $F_{hitung} > F_{tabel} (a, k-1, n-1)$, maka H_0 ditolak; dan

Jika $F_{hitung} < F_{tabel} (a, k-1, n-k)$, maka H_0 diterima.

Secara grafik daerah kedudukan H_a dan H_0 ditunjukkan dalam gambar

3.2. sebagai berikut:

Gambar 3.2
Daerah Penerimaan Hipotesis Uji-F



2. Untuk menguji dominasi variabel independen (X_i) terhadap variabel dependen (Y) dilakukan dengan melihat pada koefisien beta standar.

3.6. Pengujian Asumsi Klasik

Karena data yang digunakan adalah data sekunder, maka untuk menentukan ketepatan model perlu dilakukan pengujian atas beberapa asumsi klasik yang digunakan dalam penelitian ini meliputi uji normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi yang secara rinci dapat dijelaskan sebagai berikut:

3.6.1 Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel dependen dan variabel independen keduanya mempunyai distribusi normal ataukah tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Untuk mendeteksi normalitas dapat dilakukan dengan uji statistik. Test statistik yang digunakan antara lain analisis grafik histogram, normal probability plots dan Kolmogorov-Smirnov test. Jika nilai signifikansi Kolmogorov-Smirnov test $> 0,05$ maka distribusi data adalah normal atau tidak terjadi penyimpangan data. Sedangkan jika nilai signifikansi Kolmogorov-Smirnov test $< 0,05$ maka data tidak lolos uji normalitas maka data dikatakan tidak normal artinya terdapat penyimpangan data yang dapat menimbulkan hasil output yang bias (Imam Ghazali, 2002).

3.6.2 Uji Multikolinearitas

Pengujian asumsi kedua adalah uji multikolinearitas (*multicollinearity*) antar variabel-variabel independen yang masuk ke dalam model. Metode untuk mendiagnose adanya *multicollinearity* dilakukan dengan diduga korelasi (r) diatas 0,70 (Singih Santoso, 1999:262); dan ketika korelasi derajat nol juga tinggi, tetapi

tak satupun atau sangat sedikit koefisien regresi parsial yang secara individu signifikan secara statistik atas dasar pengujian t yang konvensional (Gujarati, 2003). Disamping itu juga dapat digunakan uji Variance Inflation Factor (VIF) yang dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$VIF = 1 / \text{Tolerance} \dots\dots\dots(13)$$

Jika VIF lebih besar dari 5, maka antar variabel bebas (*independent variable*) terjadi persoalan multikolinearitas (Singgih Santoso, 1999 : 281).

3.6.3 Uji Heteroskedastisitas

Pengujian asumsi ketiga adalah *heteroscedasticity* untuk mengetahui ada tidaknya heteroskedastisitas yang dilakukan dengan *Glejser-test* yang dihitung dengan rumus sebagai berikut : (Gujarati, 2003).

$$[e_i] = \beta_1 X_i + v_i \dots\dots\dots(14)$$

X_i : variabel independen yang diperkirakan mempunyai hubungan erat dengan variance (δ_i^2); dan

V_i : unsur kesalahan.

Apabila dalam proses regresi variabel independen mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel residualnya, yang dapat dilihat dari *level of significance* < 0,05 maka dapat dikatakan signifikan sehingga terjadi heteroskedastisitas artinya terdapat hubungan yang erat antara variabel independen terhadap variabel residualnya sehingga dapat dikatakan terjadi heteroskedastisitas. Sehingga diharapkan variabel independen tidak mempunyai pengaruh yang signifikan (*level of significance* > 0,05)

terhadap variabel residualnya dan dikatakan homokedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas.

3.6.4 Uji Autokorelasi

Pengujian asumsi ke-empat dalam model regresi linier klasik adalah uji autokorelasi (*autocorrelation*). Uji autokorelasi bertujuan untuk untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (sebelumnya). Jika terjadi korelasi maka dinamakan ada problem autokorelasi. Untuk menguji keberadaan *autocorrelation* dalam penelitian ini digunakan metode *Durbin-Watson test*. Pengambilan keputusan ada tidaknya autokorelasi dalam uji *Durbin-Watson test* adalah sebagai berikut : (Imam Ghozali,2001,p.67)

1. Bila nilai DW terletak antara batas atas atau upper bound (du) dan $(4-du)$, maka koefisien korelasi sama dengan nol, berarti tidak ada autokorelasi.
2. Bila nilai DW lebih rendah daripada batas bawah atau lower bound (dl), maka koefisien autokorelasi lebih besar daripada nol berarti ada autokorelasi positif.
3. Bila nilai DW lebih besar daripada $(4-dl)$, maka koefisien autokorelasi lebih kecil daripada nol berarti ada autokorelasi negatif.
4. Bila nilai DW terletak diantara batas atas (du) dan batas bawah (dl) atau DW terletak antara $(4-du)$ dan $(4-dl)$ maka hasilnya tidak dapat disimpulkan.

BAB IV ANALISIS DATA

Dalam bab ini akan diuraikan hal-hal yang berkaitan dengan data-data yang berhasil dikumpulkan, hasil pengolahan data dan pembahasan dari hasil pengolahan tersebut. Adapun urutan pembahasan secara sistematis adalah sebagai berikut: deskripsi umum hasil penelitian, pengujian asumsi klasik, analisis data yang berupa hasil analisis regresi, pengujian variabel independen secara parsial dan simultan dengan model regresi, pembahasan tentang pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

Dari seluruh emiten yang terdaftar di BEJ tidak semua dijadikan sampel penelitian, karena dalam penelitian ini yang dijadikan sampel adalah perusahaan yang mengeluarkan data-data keuangan dan membagikan dividen dari tahun 1999 sampai dengan tahun 2002. Dari 330 perusahaan yang terdaftar hanya 37 perusahaan yang memenuhi semua syarat penelitian untuk dijadikan sampel. Beberapa sampel digugurkan karena tidak memenuhi kriteria yang telah ditetapkan dan karena ketidaklengkapan data.

4.1. Gambaran Umum dan Data Deskriptif

4.1.1. Gambaran Umum Pasar Modal Indonesia

Pasar modal Indonesia pertama kali didirikan pada waktu penjajahan Belanda pada tanggal 14 Desember 1912 dengan nama *Vereniging Voor Effectenkandel* dengan mayoritas saham yang diperdagangkan adalah saham-saham perusahaan Belanda. Pasar modal yang didirikan oleh Belanda ini

beroperasi sampai dengan tahun 1942, bertepatan pada saat kedatangan Jepang di Indonesia.

Pasar modal ditutup oleh pemerintah Jepang sejak tahun 1942, pasar modal Indonesia baru dibuka kembali oleh pemerintahan orde lama (1952-1960) setelah Jepang meninggalkan Indonesia. Hal tersebut dilakukan untuk menampung obligasi pemerintah serta larinya saham-saham perusahaan Belanda ke luar negeri. Namun karena adanya sengketa antara pihak Belanda dengan Indonesia mengenai Irian Barat pada tahun 1960-an, seluruh perusahaan Belanda dinasionalisasikan dan mengakibatkan larinya modal Belanda dari Indonesia, sejak itu aktivitas pasar modal boleh dikatakan tidak ada lagi.

Pada zaman pemerintahan orde baru (1977-1988) pasar modal Indonesia boleh dikatakan lahir kembali dengan adanya Keppres nomor 52 tahun 1976 yang menetapkan pendirian pasar modal, Bapepam dan PT Danareksa. Pasar modal Indonesia kembali diresmikan pada tanggal 10 Agustus 1977. PT Semen Cibinong adalah perusahaan yang pertama kali mencatatkan sahamnya di bursa saham.

Tahun 1988 merupakan era kebangkitan pasar modal Indonesia. Dalam kurun waktu 1988-1990 jumlah perusahaan yang mencatatkan sahamnya di bursa sudah mencapai 127 emiten, sampai tahun 1996 jumlahnya meningkat sampai 238 emiten. Peningkatan tersebut disebabkan beberapa hal: diijinkannya investor asing memiliki saham perusahaan Indonesia sebesar 49%, adanya Pakto'88 (kebijakan untuk meningkatkan pertumbuhan ekonomi)

yang menyebabkan mengalirnya dana sebesar 4 trilyun Rupiah dari Bank Indonesia ke sektor keuangan mengakibatkan masyarakat mempunyai dana untuk bermain dalam pasar modal, serta adanya perubahan kultur bisnis dari perusahaan keluarga menjadi perusahaan profesional yang terbuka.

Pada tahun 1995, PT Bursa Efek Jakarta mulai melakukan otomatisasi kegiatan di bursa dengan menggunakan komputer yang digunakan broker untuk menunjang perdagangan sekuritas di bursa yang lebih dikenal dengan JATS (*Jakarta Automated Trading System*). Penggunaan JATS mulai tahun 1995 dimaksudkan untuk menciptakan pasar modal yang siap menghadapi persaingan internasional di masa yang akan datang.

4.1.2. Gambaran Umum Sampel

Jumlah perusahaan yang sahamnya terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada periode tahun 2000 sampai dengan 2002 berjumlah 330 perusahaan. Selama periode tahun 2000-2002, perusahaan tersebut selalu menyajikan laporan keuangan per 31 Desember 2000-2002 dan secara kontinyu membagikan dividen pada periode tahun 2000-2002 berjumlah 37 perusahaan. Berikut akan diuraikan sampel perusahaan sampel total asset, jumlah hutang dan laba bersih setelah pajak (EAT)

4.1.2.1. Sampel Berdasarkan Total Asset

Total asset mencerminkan kekayaan perusahaan dari sisi aktiva, semakin besar total asset suatu perusahaan maka semakin leluasa perusahaan dalam menjalankan aktivitas operasionalnya. Pada Tabel 4.1 berikut akan disajikan besarnya total asset perusahaan sampel yang

dikelompokkan dengan total asset < 500 milyar, 500 milyar sampai dengan 1 trilyun dan > 1 trilyun sebagai berikut :

Tabel 4.1
Sampel Perusahaan Berdasarkan Total Asset

No	Total Asset	Sampel	Persentase (%)
1	< 500 milyar	21	56,75
2	500 milyar – 1 trilyun	9	24,32
3	> 1 trilyun	7	18,91
	Jumlah	37	100

Sumber: ICMD 2003, data diolah

Dari Tabel 4.1 dapat dilihat bahwa total asset yang dimiliki perusahaan sampel selama periode pengamatan (2000-2002) terdapat sejumlah 21 perusahaan atau 56,75% yang memiliki total asset kurang dari 500 milyar, terdapat 9 perusahaan atau 24,32% yang memiliki total asset antara 500 milyar sampai dengan 1 trilyun dan terdapat sebanyak 7 perusahaan atau 18,91% yang memiliki total asset diatas 1 trilyun.

4.1.2.2. Sampel Berdasarkan Jumlah Hutang

Jumlah hutang perusahaan menunjukkan besarnya sumber dana yang diperoleh dari pihak eksternal perusahaan atau dari pihak luar dalam rangka membiayai aktivitas operasionalnya. Sumber dana dari pihak luar diperoleh dari pinjaman atau hutang (baik hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang); semakin besar jumlah hutang suatu perusahaan maka semakin tinggi resiko perusahaan (tercermin melalui besarnya biaya hutang).

Pada Tabel 4.2. berikut akan disajikan besarnya jumlah hutang perusahaan sampel yang dikelompokkan dengan jumlah hutang < 500

milyar, 500 milyar sampai dengan 1 trilyun dan > 1 trilyun sebagai berikut:

Tabel 4.2
Sampel Perusahaan Berdasarkan Jumlah Hutang

No	Jumlah Hutang	Sampel	Persentase (%)
1	< 500 milyar	26	70,27
2	500 milyar – 1 trilyun	3	8,11
3	> 1 trilyun	8	21,62
	Jumlah	37	100

Sumber: ICMD 2003, data diolah

Dari Tabel 4.2 dapat dilihat bahwa jumlah hutang yang dimiliki perusahaan sampel selama periode pengamatan (2000-2002) terdapat sejumlah 26 perusahaan atau 70,27% yang memiliki jumlah hutang kurang dari 500 milyar, terdapat 3 perusahaan atau 8,11% yang memiliki jumlah hutang antara 500 milyar sampai dengan 1 trilyun dan terdapat sebanyak 8 perusahaan atau 21,62% yang memiliki jumlah hutang diatas 1 trilyun.

4.1.2.3. Sampel Berdasarkan Laba Bersih Setelah Pajak (EAT)

EAT perusahaan menunjukkan besarnya keuntungan bersih yang diperoleh perusahaan setelah dipotong pajak dan bunga. EAT juga menunjukkan tingkat keberhasilan perusahaan dalam menjalankan aktivitas operasionalnya baik dengan menggunakan dana dari modal sendiri maupun hutang, Hal tersebut dapat meningkatkan kepercayaan investor atas kinerja dari perusahaan tersebut. Pada Tabel 4.3. berikut akan disajikan besarnya jumlah EAT perusahaan sampel yang dikelompokkan dengan jumlah EAT < 500 milyar, 500 milyar sampai dengan 1 trilyun dan > 1 trilyun sebagai berikut:

UPT-PUSTAK-UNDIP

Tabel 4.3
Sampel Perusahaan Berdasarkan Jumlah EAT

No	Jumlah EAT	Sampel	Persentase (%)
1	< 500 milyar	30	81,08
2	500 milyar – 1 trilyun	3	8,11
3	> 1 trilyun	4	10,81
	Jumlah	52	100

Sumber: ICMD 2003, data diolah

Dari Tabel 4.3 dapat dilihat bahwa jumlah EAT yang dimiliki perusahaan sampel selama periode pengamatan (2000-2002) terdapat sejumlah 30 perusahaan atau 81,08% yang memiliki jumlah hutang kurang dari 500 milyar, terdapat 3 perusahaan atau 8,11% yang memiliki jumlah hutang antara 500 milyar sampai dengan 1 trilyun dan terdapat sebanyak 4 perusahaan atau 10,81% yang memiliki jumlah hutang diatas 1 trilyun.

4.2. Data Deskriptif

Penelitian ini menggunakan data dalam bentuk *pooled cross sectional*. Penelitian dilakukan pada tahun 2000–2002, Dengan sampel sebanyak 37 emiten yang selama periode tersebut, maka secara *pooled cross section* diperoleh sejumlah $3 \times 37 = 111$ data. Namun secara deskriptif akan dijelaskan mengenai perkembangan atau kondisi masing-masing variabel untuk tiap periode.

Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah ROA, EPS, EVA, MVA dan *return* saham. Kelima variabel tersebut diperoleh melalui perhitungan yang diolah berdasarkan laporan keuangan tahunan yang diperoleh dari BEJ. Deskripsi dari masing-masing variabel untuk masing-masing tahun ditunjukkan berikut ini.

4.2.1. ROA

ROA merupakan salah satu dari ukuran kinerja perusahaan konvensional yang paling populer. Pengukuran kinerja dengan ROA akan menunjukkan seberapa besar pengembalian yang akan diperoleh investor atas investasi yang diberikannya. Sehingga semakin besar rasio ini maka harapan investor untuk mendapatkan pengembalian atas investasinya akan semakin besar pula.

Secara praktis ukuran kinerja ROA diperoleh dengan membagi laba bersih dengan total aktiva (total asset). Berikut ini akan ditunjukkan statistik deskriptif ROA selama tahun 2000 – 2002 dari 37 emiten yang dijadikan sampel penelitian ini.

Tabel 4.4.
Statistik deskriptif ROA

Statistik	2000	2001	2002
Rata-rata	12.899	11.421	8.718
Std.Deviasi	9.708	7.848	7.518
Minimum	1.000	1.430	1.020
Maksimum	36.080	33.070	31.640

Sumber : Data sekunder yang diolah

Dari tabel diatas menunjukkan bahwa ukuran kinerja perusahaan yang diukur dengan menggunakan ROA memiliki kecenderungan penurunan rata-rata dari tahun 2000 hingga 2002. Rasio ROA maksimumnya juga mengalami penurunan dari tahun ke tahun. Sehingga dapat dikatakan bahwa kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan yang dilihat dari total assetnya mengalami penurunan dari periode tahun 2000 sampai dengan

tahun 2002. Kemampuan masing-masing perusahaan yang *listed* di BEJ periode tahun 2000-2002 dalam menghasilkan laba melalui total assetnya juga tidak merata, hal tersebut dapat dilihat dari besarnya selisih antara nilai minimum dan maksimum ROA. Dimana pada tahun 2000, nilai minimum ROA sebesar 1 sedangkan nilai maksimumnya 36,080, tahun 2001 nilai minimumnya 1,430, nilai maksimumnya 33,070 dan tahun 2002, nilai minimumnya 1,020 dan nilai maksimumnya 31,640.

4.2.2. EPS

EPS merupakan salah satu dari ukuran kinerja perusahaan tradisional yang membandingkan laba bersih dengan saham yang diterbitkan. Pengukuran kinerja dengan EPS akan menunjukkan seberapa besar keuntungan bersih yang dapat diperoleh untuk setiap lembar sahamnya. Sehingga semakin besar rasio ini maka harapan investor untuk mendapatkan dividen akan semakin besar pula.

Berikut ini akan ditunjukkan statistik deskriptif ROA selama tahun 2000 – 2002 dari 37 emiten yang dijadikan sampel penelitian ini.

Tabel 4.5.
Statistik deskriptif EPS

Statistik	2000	2001	2002
Rata-rata	771.78	861.11	703.20
Std.Deviasi	1167.29	1308.27	1223.82
Minimum	18.00	17.00	18.00
Maksimum	4871.00	5403.00	5023.00

Sumber : Data sekunder yang diolah

Dari tabel diatas menunjukkan bahwa ukuran kinerja perusahaan yang diukur dengan menggunakan EPS terbesar secara rata-rata diperoleh

pada tahun 2001 Rasio EPS maksimumnya yang tertinggi juga terjadi pada tahun 2001. Sehingga dapat dikatakan pada tahun 2001 laba bersih per lembar saham perusahaan-perusahaan yang *listed* di BEJ periode 2000-2002 mengalami peningkatan namun pada tahun 2002 terjadi penurunan laba bersih per lembar sahamnya. Kemampuan masing-masing perusahaan yang *listed* di BEJ periode tahun 2000-2002 dalam menghasilkan laba bersih per lembar sahamnya juga tidak merata, hal tersebut dapat dilihat dari besarnya selisih antara nilai minimum dan maksimum EPS. Dimana pada tahun 2000, nilai minimum EPS sebesar 18 sedangkan nilai maksimumnya 4871, tahun 2001 nilai minimumnya 17, nilai maksimumnya 5403 dan tahun 2002, nilai minimumnya 18 dan nilai maksimumnya 5203.

4.2.3. EVA

EVA juga merupakan indikator tentang adanya penciptaan nilai lebih dari suatu investasi. Dengan demikian EVA juga menunjukkan penilaian terhadap kinerja perusahaan. Penilaian kinerja dengan menggunakan metode EVA akan menghasilkan nilai EVA yang absolut dalam satuan rupiah tertentu. EVA merupakan satu ukuran kinerja yang mengukur kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai tambah (*value added*) bagi perusahaan. Pengukuran kinerja dengan EVA ini masih relatif baru dan dengan melalui sejumlah perhitungan yang cukup rumit. Tidak semua perusahaan mengeluarkan laporan nilai EVA dalam menjelaskan kinerja keuangan mereka. Nilai EVA yang positif menunjukkan bahwa tingkat pengembalian yang dihasilkan melebihi tingkat biaya modal atau tingkat pengembalian

yang diminta investor. Sebaliknya nilai EVA yang negatif menunjukkan bahwa nilai perusahaan berkurang akibat pengembalian yang dihasilkan lebih rendah daripada tingkat pengembalian yang dituntut oleh investor.

Diperhitungkannya biaya modal merupakan keunggulan pengukuran kinerja dengan menggunakan EVA dibandingkan dengan pendekatan konvensional seperti ROA. Dengan menggunakan EVA, perusahaan akan lebih memperhatikan struktur modalnya karena hal ini berkaitan erat dengan besarnya biaya modal.

Berikut ini akan ditunjukkan statistik deskriptif EVA selama tahun 2000 – 2002 dari 37 emiten yang dijadikan sampel penelitian ini.

Tabel 4.6.
Statistik deskriptif EVA

Statistik	2000	2001	2002
Rata-rata	108812.66	-115710.42	-21113.51
Std.Deviasi	734597.62	717243.17	903996.59
Minimum	-1810691.06	-2541965.58	-3311422.64
Maksimum	3083650.93	1614036.44	2675202.35

Sumber : Data sekunder yang diolah

Dari tabel diatas menunjukkan bahwa kinerja perusahaan yang diukur dengan menggunakan EVA menunjukkan nilai rata-rata sengan kecenderungan menurun bahkan pada tahun 2001 dan 2002 menunjukkan nilai yang negatif. Hal ini berarti biaya modal yang ditanggung perusahaan lebih tinggi dari laba operasi bersih yang dihasilkan sehingga investasi yang dijalankan tidak memberikan nilai tambah bagi pemegang saham.

Dari pengamatan rata-rata EVA dari seluruh sampel, pada tahun 2001 dan 2002 menunjukkan rata-rata EVA negatif . Hal ini berarti bahwa kinerja emiten pada tahun 2001 dan 2002 cenderung mengalami penurunan dibanding tahun 2000.

4.2.4. MVA

MVA juga merupakan indikator pengukuran kinerja perusahaan modern. Pengukuran kinerja dengan MVA ini juga masih relatif baru dan juga dengan melalui sejumlah perhitungan yang cukup rumit.

Berikut ini akan ditunjukkan statistik deskriptif MVA selama tahun 2000 – 2002 dari 37 emiten yang dijadikan sampel penelitian ini.

Tabel 4.7
Statistik deskriptif MVA

Statistik	2000	2001	2002
Rata-rata	8550860.81	2951636.09	2108905.61
Std.Deviasi	41147474.69	10562671.18	12113375.10
Minimum	-12441176.84	-7054647.90	-32579536.00
Maksimum	245619804.31	44689243.36	35682072.56

Sumber : Data sekunder yang diolah

Berbeda dengan EVA, dari tabel diatas menunjukkan bahwa rata-rata MVA sepanjang tahun 2000 – 2002 adalah positif. Meskipun demikian, masih terdapat ukuran MVA dengan nilai negatif. Dari pengamatan rata-rata MVA tertinggi diperoleh pada tahun 2000.

4.2.5. Return Saham

Return saham menunjukkan reaksi investor terhadap harga-harga saham dari emiten, dimana *return* saham menunjukkan besarnya perubahan harga saham emiten.

Berikut ini akan ditunjukkan statistik deskriptif *return* saham selama tahun 2000 – 2002 dari 37 emiten yang dijadikan sampel penelitian ini.

Tabel 4.8
Statistik Deskriptif *Return* Saham

Statistik	2000	2001	2002
Rata-rata	-0.2737	-0.0296	-0.0151
Std.Deviasi	0.3859	0.4001	0.3637
Minimum	-0.9000	-0.7852	-0.7268
Maksimum	0.7778	1.5000	1.1053

Sumber : Data sekunder yang diolah

Return saham sampel menunjukkan memiliki rata-rata negatif sepanjang tahun 2000 – 2002. Hal ini menunjukkan adanya kecenderungan penurunan harga saham rata-rata sepanjang tahun 2000 - 2002.

4.3. Pembahasan dan Hasil Analisis

Berdasar hasil perhitungan rata-rata rasio keuangan selama tiga tahun maka sebelum dilakukan pengujian hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini perlu dilakukan pengujian asumsi klasik terlebih dahulu yang meliputi: normalitas data, multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi yang dilakukan sebagai berikut:

4.3.1. Hasil Pengujian Asumsi Klasik

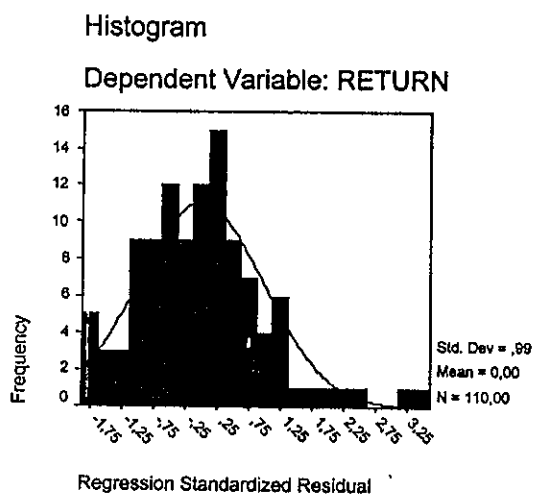
4.3.1.1. Hasil Uji Normalitas

1. Model Persamaan Pertama

Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Untuk menguji apakah distribusi data normal atau tidak, salah satunya dengan menggunakan analisis grafik. Cara yang paling

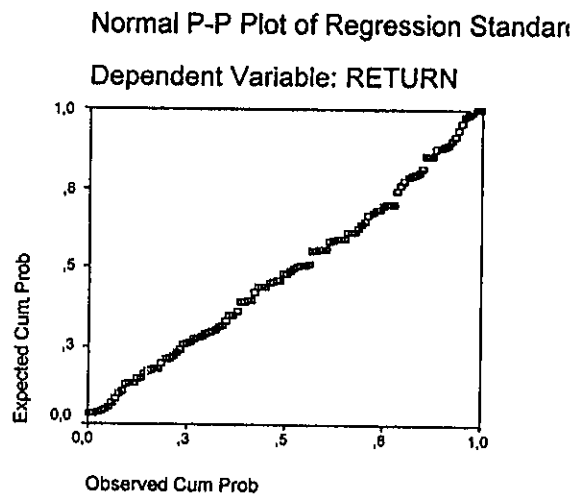
sederhana adalah dengan melihat histogram yang membandingkan antara data observasi dengan distribusi yang mendekati distribusi normal sebagaimana Gambar 4.1. berikut:

Gambar 4.1.
Grafik Histogram (Persamaan Pertama)



Dengan melihat tampilan grafik histogram, dapat disimpulkan bahwa grafik histogram memberikan pola distribusi yang mendekati normal. Namun demikian dengan hanya melihat histogram, hal ini dapat memberikan hasil yang meragukan khususnya untuk jumlah sampel kecil. Metode yang handal adalah dengan melihat *normal probability plot*, dimana pada grafik normal plot terlihat titik-titik menyebar disekitar garis diagonal serta penyebarannya mengikuti arah garis diagonal, sebagaimana ditampilkan pada Gambar 4.2 berikut:

Gambar 4.2.
Grafik Normal Plot (Persamaan Pertama)



Berdasar grafik histogram dan grafik normal plot, menunjukkan bahwa model regresi layak dipakai dalam penelitian ini karena memenuhi asumsi normalitas. Untuk menentukan data dengan uji Kolmogorov-Smirnov, nilai signifikansi harus diatas 5% (Imam Ghozali, 2002).

Pengujian terhadap normalitas data dengan menggunakan uji Kolmogorov Smirnov menunjukkan bahwa data variabel ROA, EPS dan Return Saham mempunyai nilai signifikansi masing-masing berurutan sebesar 0,070, 0,067 dan 0,512. Dimana hasilnya menunjukkan tingkat signifikansi diatas 0,05, hal ini berarti data yang ada pada semua variabel yang digunakan terdistribusi normal. Untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada Tabel 4.9 berikut:

Tabel 4.9
Kolmogorov-Smirnov (Persamaan Pertama)

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		ROA	EPS	RETURN
N		111	110	111
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	10,1044	775,3673	-,1061
	Std. Deviation	7,95773	1230,036	,39826
Most Extreme Differences	Absolute	,123	,127	,078
	Positive	,122	,127	,078
	Negative	-,123	-,127	-,040
Kolmogorov-Smirnov Z		1,295	1,319	,820
Asymp. Sig. (2-tailed)		,070	,067	,512

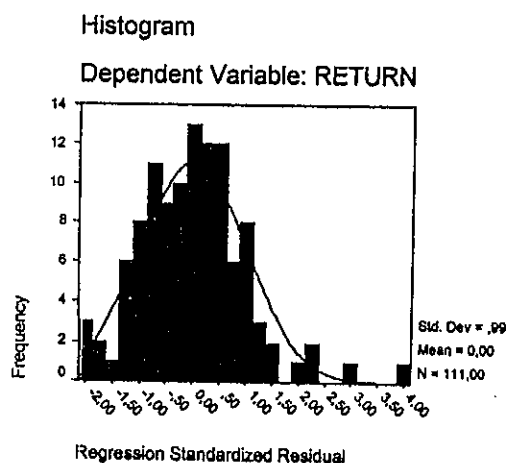
a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

2. Model Persamaan Kedua

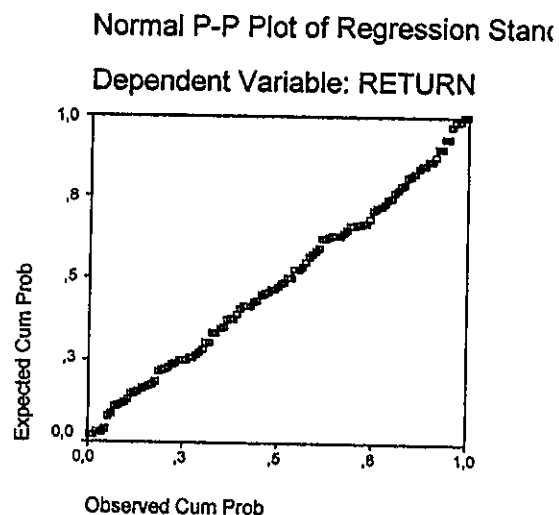
Pada Model regresi yang kedua, untuk menguji apakah distribusi data normal atau tidak, salah satunya dengan menggunakan analisis grafik. Cara yang paling sederhana adalah dengan melihat histogram yang membandingkan antara data observasi dengan distribusi yang mendekati distribusi normal sebagaimana Gambar 4.3. berikut:

Gambar 4.3.
Grafik Histogram (Persamaan Kedua)



Dengan melihat tampilan grafik histogram, dapat disimpulkan bahwa grafik histogram memberikan pola distribusi yang mendekati normal. Namun demikian dengan hanya melihat histogram, hal ini dapat memberikan hasil yang meragukan khususnya untuk jumlah sampel kecil. Metode yang handal adalah dengan melihat *normal probability plot*, dimana pada grafik normal plot terlihat titik-titik menyebar disekitar garis diagonal serta penyebarannya mengikuti arah garis diagonal, sebagaimana ditampilkan pada Gambar 4.4 berikut:

Gambar 4.4.
Grafik Normal Plot (Persamaan Kedua)



Berdasar grafik histogram dan grafik normal plot, menunjukkan bahwa model regresi layak dipakai dalam penelitian ini karena memenuhi asumsi normalitas. Untuk menentukan data dengan uji Kolmogorov-Smirnov, nilai signifikansi harus diatas 5% (Imam Ghozali, 2002).

Pengujian terhadap normalitas data dengan menggunakan uji Kolmogorov Smirnov menunjukkan bahwa data variabel EVA, MVA dan Return Saham mempunyai nilai signifikansi masing-masing berurutan sebesar 0,071, 0,068, dan 0,512. Dimana hasilnya menunjukkan tingkat signifikansi diatas 0,05, hal ini berarti data yang ada pada semua variabel yang digunakan terdistribusi normal. Untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada Tabel 4.10 berikut:

Tabel 4.10
Kolmogorov-Smirnov (Persamaan Kedua)

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

			EVA	MVA	RETURN
N			111	111	111
Normal Parameters	a,b	Mean	-9337,09	4537134	-,1061
		Std. Deviation	788014,9	25434106	,39826
Most Extreme Differences		Absolute	,120	,129	,078
		Positive	,120	,129	,078
		Negative	-,120	-,128	-,040
Kolmogorov-Smirnov Z			1,300	1,352	,820
Asymp. Sig. (2-tailed)			,071	,068	,512

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

4.3.1.2. Hasil Uji Multikolinearitas

1. Model Persamaan Pertama

Untuk mendeteksi ada tidaknya gejala multikolinearitas antar variabel independen pada model persamaan pertama digunakan *variance inflation factor* (VIF). Berdasar hasil yang ditunjukkan dalam lampiran 3 maka besarnya VIF dari masing-masing variabel independen dapat dilihat pada tabel 4.11 sebagai berikut:

Tabel 4.11
Hasil Perhitungan VIF (Persamaan Pertama)

Coefficients		
Model		Collinearity Statistics
		Tolerance VIF
1	ROA	,693 1,443
	EPS	,693 1,443

a. Dependent Variable: RETURN

Sumber: Output SPSS 11.5; Coefficients diolah

Berdasar tabel 4.11. menunjukkan bahwa kedua variabel independen tidak terjadi multikolinearitas karena nilai $VIF < 5,00$. Dengan demikian dua variabel independen (ROA dan EPS) dapat digunakan untuk memprediksi Return Saham selama rata-rata periode pengamatan.

2. Model Persamaan Kedua

Untuk mendeteksi ada tidaknya gejala multikolinearitas antar variabel independen pada model persamaan kedua juga digunakan *variance inflation factor* (VIF). Berdasar hasil yang ditunjukkan dalam lampiran 4 maka besarnya VIF dari masing-masing variabel independen dapat dilihat pada tabel 4.12 sebagai berikut:

Tabel 4.12
Hasil Perhitungan VIF (Persamaan Kedua)

Coefficients		
Model		Collinearity Statistics
		Tolerance VIF
1	EVA	,855 1,170
	MVA	,855 1,170

a. Dependent Variable: RETURN

Sumber: Output SPSS 11.5; Coefficients diolah

Berdasar tabel 4.12. menunjukkan bahwa kedua variabel independen tidak terjadi multikolinearitas karena nilai $VIF < 5,00$. Dengan

demikian dua variabel independen (EVA dan MVA) dapat digunakan untuk memprediksi Return Saham selama rata-rata periode pengamatan.

4.3.1.3. Hasil Uji Heteroskedastisitas

1. Model Persamaan Pertama

Uji *Glejser test* digunakan untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas. *Glejser* menyarankan untuk meregresi nilai absolut dari e_i terhadap variabel X (variabel bebas) yang diperkirakan mempunyai hubungan yang erat dengan δ_i^2 dengan menggunakan rumus perhitungan sebagai berikut:

$$[e_i] = \beta_1 X_i + v_i$$

dimana:

$[e_i]$ merupakan penyimpangan residual; dan X_i merupakan variabel bebas.

Berdasar lampiran 4 maka hasil uji heteroskedastisitas dapat ditunjukkan dalam tabel 4.13 sebagai berikut:

Tabel 4.13
Hasil Uji Heteroskedastisitas (Persamaan Pertama)

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,276	,039		7,069	,000
	ROA	,001	,004	,028	,238	,812
	EPS	1,176E-05	,000	,058	,497	,620

a. Dependent Variable: RESIDUAL

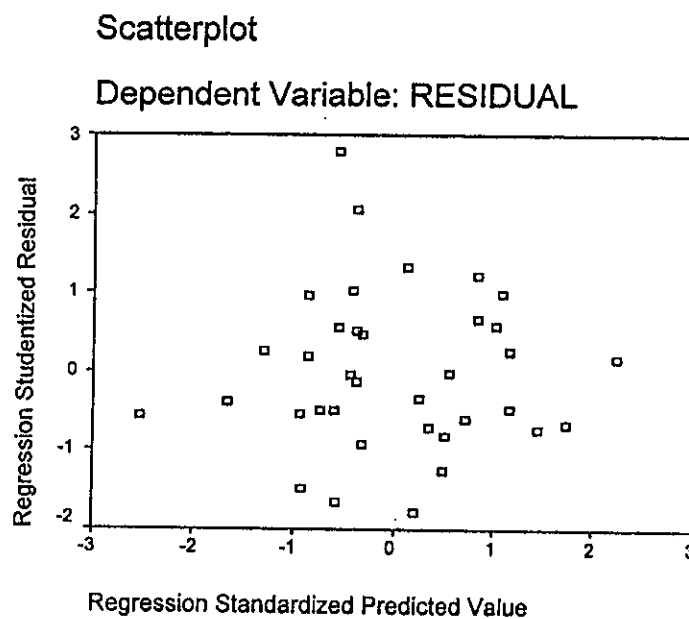
Sumber: Output SPSS 11.5; Coefficients diolah

Berdasar hasil yang ditunjukkan dalam tabel 4.13 tersebut nampak bahwa variabel bebas ROA dan EPS menunjukkan hasil yang tidak

signifikan, sehingga dapat disimpulkan bahwa semua variabel bebas tersebut tidak terjadi heteroskedastisitas dalam varian kesalahan.

Untuk menentukan heteroskedastisitas juga dapat menggunakan grafik scatterplot, titik-titik yang terbentuk harus menyebar secara acak, tersebar baik diatas maupun dibawah angka 0 pada sumbu Y, bila kondisi ini terpenuhi maka tidak terjadi heteroskedastisitas dan model regresi layak digunakan. Hasil uji heteroskedastisitas dengan menggunakan grafik scatterplot di tunjukan pada gambar 4.5 ibawah ini:

Gambar 4.5
Grafik Scatterplot (Persamaan Pertama)



2. Model Persamaan Kedua

Uji *Glejser test* juga digunakan untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas pada model persamaan kedua. *Glejser* menyarankan untuk meregresi nilai absolut dari e_i terhadap variabel X (variabel bebas) yang diperkirakan mempunyai hubungan yang erat dengan δ_i^2 dengan menggunakan rumus perhitungan sebagai berikut:

$$[e_i] = \beta_1 X_i + v_i$$

dimana:

$[e_i]$ merupakan penyimpangan residual; dan X_i merupakan variabel bebas.

Berdasar lampiran 5 maka hasil uji heteroskedastisitas dapat ditunjukkan dalam tabel 4.14 sebagai berikut:

Tabel 4.14
Hasil Uji Heteroskedastisitas (Persamaan Kedua)

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	,302	,025		12,087	,000
EVA	3,355E-08	,000	,103	,993	,323
MVA	-7,78E-10	,000	-,077	-,744	,459

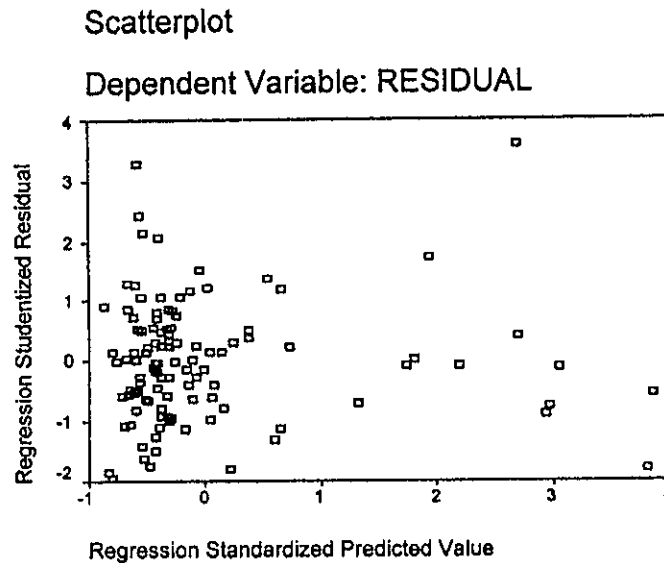
a. Dependent Variable: RESIDUAL

Sumber: Output SPSS 11.5; Coefficients diolah

Berdasar hasil yang ditunjukkan dalam tabel 4.14 tersebut nampak bahwa variabel EVA dan MVA menunjukkan hasil yang tidak signifikan, sehingga dapat disimpulkan bahwa semua variabel bebas tersebut tidak terjadi heteroskedastisitas dalam varian kesalahan.

Untuk menentukan heteroskedastisitas juga dapat menggunakan grafik scatterplot, titik-titik yang terbentuk harus menyebar secara acak, tersebar baik diatas maupun dibawah angka 0 pada sumbu Y, bila kondisi ini terpenuhi maka tidak terjadi heteroskedastisitas dan model regresi layak digunakan. Hasil uji heteroskedastisitas dengan menggunakan grafik scatterplot di tunjukan pada gambar 4.6dibawah ini:

Gambar 4.6
Grafik Scatterplot (Persamaan Kedua)



4.3.1.4. Hasil Uji Autokorelasi

1. Model Persamaan Pertama

Penyimpangan autokorelasi dalam penelitian diuji dengan uji Durbin-Watson (DW-test). Hasil regresi dengan level of significance 0.05 ($\alpha = 0.05$) dengan sejumlah variabel independen ($k = 2$) dan banyaknya data ($n = 110$). Besarnya angka durbin-watson ditunjukkan pada tabel 4.15 yang menunjukkan hasil dari residual statistic.

Tabel 4.15
Pengujian Durbin-Watson (Persamaan Pertama)

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,247 ^a	,061	,043	,39109	2,156

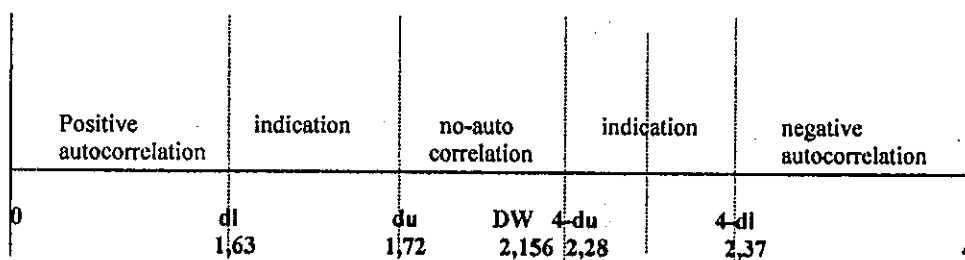
a. Predictors: (Constant), EPS, ROA

b. Dependent Variable: RETURN

Sumber: Output SPSS 11.5; Regresion diolah

Berdasar hasil hitung Durbin Watson sebesar 2,156; sedangkan dalam tabel DW untuk "k"=2 dan N=110 besarnya DW-tabel: dl (batas luar) = 1,63; du (batas dalam) = 1,72; $4 - du = 2,28$; dan $4 - dl = 2,37$ maka dari perhitungan disimpulkan bahwa DW-test terletak pada daerah uji. Hal ini dapat dilihat pada gambar 4.7 sebagai berikut:

Gambar 4.7
Hasil Uji Durbin Watson (Persamaan Pertama)



Sesuai dengan gambar 4.7 tersebut menunjukkan bahwa Durbin Watson berada di daerah *no-auto correlation*, maka dapat dikatakan bahwa data tersebut tidak terjadi autokorelasi (*no autocorrelation*).

2. Model Persamaan Kedua

Penyimpangan autokorelasi dalam penelitian pada model persamaan kedua juga diuji dengan uji Durbin-Watson (DW-test). Hasil regresi dengan level of significance 0.05 ($\alpha = 0.05$) dengan sejumlah variabel independen ($k = 2$) dan banyaknya data ($n = 111$). Besarnya angka durbin-watson ditunjukkan pada tabel 4.16 yang menunjukkan hasil dari residual statistic.

Tabel 4.16
Pengujian Durbin-Watson (Persamaan Kedua)

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,241 ^a	,058	,039	,39823	2,033

a. Predictors: (Constant), MVA, EVA

b. Dependent Variable: RETURN

Sumber: Output SPSS 11.5; Regresion diolah

Berdasar hasil hitung Durbin Watson sebesar 2,033; sedangkan dalam tabel DW untuk “k”=2 dan N=111 besarnya DW-tabel: *dl* (batas luar) = 1,63; *du* (batas dalam) = 1,72; $4 - du = 2,28$; dan $4 - dl = 2,37$ maka dari perhitungan disimpulkan bahwa DW-test terletak pada daerah uji. Hal ini dapat dilihat pada gambar 4.8 sebagai berikut:

Gambar 4.8
Hasil Uji Durbin Watson (Persamaan Kedua)

Positive autocorrelation	indication	no-auto correlation	indication	negative autocorrelation
0	<i>dl</i> 1,63	<i>du</i> 1,72	DW 2,033	$4 - du$ 2,28
				$4 - dl$ 2,37
				4

Sesuai dengan gambar 4.8 tersebut menunjukkan bahwa Durbin Watson berada di daerah *no-auto correlation*, maka dapat dikatakan bahwa data tersebut tidak terjadi autokorelasi (*no autocorrelation*).

4.3.2.3. Hasil Pengujian Hipotesis

1. Pengujian Hipotesis Pertama

Pada prinsipnya hipotesis pertama ini adalah menguji ada tidaknya hubungan dari empat variabel bebas yang digunakan dalam

penelitian ini yaitu ROA, EPS, EVA dan MVA. Hasil pengujian korelasi masing-masing variabel pengukur kinerja tersebut adalah sebagai berikut :

Tabel 4.17
Korelasi Antar Variabel Bebas

Pasangan rasio	Korelasi (R)	Sig. r	Keterangan
ROA – EPS	0,554	0,001	Ada hubungan
ROA – EVA	0,101	0,292	Tidak ada hubungan
ROA – MVA	0,143	0,134	Tidak ada hubungan
EPS – EVA	-0,025	0,795	Tidak ada hubungan
EPS – MVA	0,030	0,753	Tidak ada hubungan
EVA – MVA	0,381	0,001	Ada hubungan

Sumber : Data sekunder yang diolah

Dari tabel tersebut menunjukkan bahwa hanya pasangan ROA – EPS dan EVA – MVA saja yang memiliki hubungan yang signifikan, atau hanya Hipotesis 1a dan Hipotesis 1f saja yang diterima. Hal ini menunjukkan bahwa hanya dari golongan ukuran rasio yang sama saja yang memiliki hubungan yang signifikan. Artinya, bahwa pada kelompok ukuran kinerja konvensional, kedua rasio (ROA dan EPS) berhubungan positif dan signifikan, demikian juga untuk kelompok ukuran kinerja modern (EVA dan MVA) juga memiliki hubungan positif yang signifikan. Namun demikian hubungan antara ukuran kinerja konvensional dan kinerja modern tidak menunjukkan adanya hubungan yang signifikan.

2. Pengujian Hipotesis Kedua

Berdasar lampiran 7 nampak bahwa pengaruh secara bersama-sama dua variabel independen pada persamaan pertama ROA dan EPS. terhadap Return Saham seperti ditunjukkan pada tabel 4.18 sebagai berikut:

Tabel 4.18
Hasil Perhitungan Regresi Simultan (Persamaan Pertama)
ANOVA(b)

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					Change	F Change	df1	df2	sig. F Change
1	,247 ^a	,061	,043	,39109	,061	3,471	2	107	,035

a. Predictors: (Constant), EPS, ROA

b. Dependent Variable: RETURN

Sumber: Output SPSS 11.5; Regressions

Dari hasil perhitungan diperoleh nilai F sebesar 3,471 dan nilai signifikansi sebesar 0,035. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis diterima dan terdapat pengaruh yang signifikan variabel ROA dan EPS secara bersama-sama terhadap variabel Return Saham.

Nilai koefisien determinasi (*Adjusted R²*) sebesar 0,043 atau 4,3% hal ini berarti 4,3% variasi Return Saham yang bisa dijelaskan oleh variasi dari kedua variabel bebas yaitu ROA dan EPS sedangkan sisanya sebesar 95,7% dijelaskan oleh sebab-sebab lain diluar model.

Sementara itu secara parsial pengaruh dari kedua variabel independen tersebut terhadap Return Saham ditunjukkan pada tabel 4.19 sebagai berikut:

Tabel 4.19:
Hasil Perhitungan Regresi Parsial (Persamaan Pertama)
Coefficients(a)

Coefficients ^a					
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	Sig.
		B	Std. Error	Beta	
1	(Constant)	-,138	,060		,286
	ROA	,004	,006	,138	,047
	EPS	,001	,000	,282	,014

a. Dependent Variable: RETURN

Sumber: Output SPSS 11.5; Regressions-coefficients

Dari tabel 4.18 maka dapat disusun persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$\text{Return} = -0,138 + 0,004 \text{ ROA} + 0,001 \text{ EPS} + e$$

Dari hasil persamaan regresi linier berganda tersebut diatas maka dapat dianalisis sebagai berikut:

1. Variabel ROA

Dari hasil penelitian pada model regresi pertama tersebut diperoleh bahwa secara parsial, ROA memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap *return* saham, yang ditunjukkan dengan nilai t hitung = 1,799 dengan probabilitas sebesar 0,047 (lebih kecil dari 0,05). Dengan demikian H2a diterima. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Bacidore et al (1997), Dodd dan Chen (1996) dan Syahib Natarsyah (2000) yang menyatakan bahwa ROA berpengaruh signifikan positif terhadap return saham dan kontradiktif dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Rina Trisnawati (1999) yang menyatakan bahwa ROA tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham. Hasil penelitian ini

mengindikasikan bahwa para investor masih tetap menggunakan ROA sebagai ukuran kinerja perusahaan untuk memprediksi return saham di pasar modal (terutama di BEJ), dengan demikian ROA yang semakin besar menunjukkan kinerja perusahaan semakin meningkat sehingga return saham juga meningkat.

2. Variabel EPS

Sedangkan pengujian secara parsial untuk EPS menunjukkan adanya pengaruh positif yang signifikan terhadap *return* saham, yang ditunjukkan dengan nilai t hitung = 2,512 dengan probabilitas sebesar 0,013 (lebih kecil dari 0,05). Dengan demikian H2b diterima. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Dodd dan Chen (1996). Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa para investor masih tetap menggunakan EPS sebagai ukuran kinerja perusahaan untuk memprediksi return saham di pasar modal (terutama di BEJ), hal ini sesuai dengan teori yang mendasarinya bahwa EPS yang semakin besar akan menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih setelah pajak semakin meningkat, dengan meningkatnya laba bersih setelah pajak yang dihasilkan oleh perusahaan maka return yang diterima oleh para pemegang saham juga semakin meningkat.

3. Pengujian Hipotesis Ketiga

Berdasar lampiran 8 nampak bahwa pengaruh secara bersama-sama dua variabel independen pada model persamaan kedua yaitu pengaruh EVA

dan MVA. terhadap Return Saham seperti ditunjukkan pada tabel 4.20 sebagai berikut:

Tabel 4.20
Hasil Perhitungan Regresi Simultan (Persamaan Kedua)
ANOVA(b)

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					Change	F Change	df1	df2	sig. F Change
1	,241 ^a	,058	,039	,39823	,058	1,009	2	108	,368

a. Predictors: (Constant), MVA, EVA

Sumber: Output SPSS 11.5; Regressions

Dari hasil perhitungan diperoleh nilai F sebesar 1,009 dan nilai signifikansi sebesar 0,368. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis ditolak dan tidak terdapat pengaruh yang signifikan variabel EVA dan MVA secara bersama-sama terhadap variabel Return Saham.

Nilai koefisien determinasi (*Adjusted R²*) sebesar 0,039 atau 3,9% hal ini berarti 3,9% variasi Return Saham yang bisa dijelaskan oleh variasi dari kedua variabel bebas yaitu EVA dan MVA sedangkan sisanya sebesar 96,1% dijelaskan oleh sebab-sebab lain diluar model.

Sementara itu secara parsial pengaruh dari ketiga variabel independen tersebut terhadap DPR ditunjukkan pada tabel 4.21 sebagai berikut:

Tabel 4.21:
Hasil Perhitungan Regresi Parsial (Persamaan Kedua)
Coefficients(a)

Coefficients ^a					
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	
		B	Std. Error	Beta	
1	(Constant)	-,101	,039		-2,612
	EVA	7,378E-08	,000	,146	1,415
	MVA	-1,047E-09	,000	-,067	-,648

a. Dependent Variable: RETURN

Sumber: Output SPSS 11.5; Regressions-coefficients

Dari tabel 4.21 maka dapat disusun persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$\text{Return} = -0,101 + 0,0000000738 \text{ EVA} + 0,0000000010 \text{ MVA} + e$$

Dari hasil persamaan regresi linier berganda tersebut diatas maka dapat dianalisis sebagai berikut:

1. Variabel EVA

Dari hasil penelitian model regresi 2 tersebut diperoleh bahwa secara parsial, EVA tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham, hal tersebut ditunjukkan dengan nilai *t* hitung = 1,415 dengan probabilitas sebesar 0,160 (lebih besar dari 0,05). Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis ditolak berarti tidak terdapat pengaruh signifikan antara variabel EVA dengan variabel Return Saham. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Rousana (1997), Dewanto (1998) dan Sartono dan Setiawan (1999) yang menunjukkan bahwa EVA tidak signifikan berhubungan dengan *return* saham di BEJ. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa investor

di BEJ belum memanfaatkan EVA sebagai ukuran penilaian kinerja perusahaan publik, namun EVA menghasilkan nilai yang positif artinya EVA yang semakin besar menunjukkan kinerja perusahaan semakin meningkat sehingga return saham juga meningkat, hal ini sesuai dengan konsep teori yang mendasarinya.

2. Variabel MVA

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar 0,648 dengan nilai signifikansi sebesar 0,518. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis ditolak berarti tidak ada pengaruh signifikan antara variabel MVA dengan variabel Return Saham. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Rousana (1997), Dewanto (1998) dan Sartono dan Setiawan (1999) yang menunjukkan bahwa MVA tidak signifikan berhubungan dengan return saham di BEJ. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa investor di BEJ belum memanfaatkan MVA sebagai ukuran penilaian kinerja perusahaan publik, namun MVA menghasilkan nilai yang positif artinya MVA yang semakin besar menunjukkan kinerja perusahaan semakin meningkat sehingga return saham juga meningkat, hal ini sesuai dengan konsep teori yang mendasarinya.

BAB V

SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1. Simpulan

Berdasarkan hasil analisis menunjukkan bahwa selama periode pengamatan (2000-2002) menunjukkan distribusi data yang normal berdasarkan uji normalitas Kolmogorov-Smirnov begitu pula dengan uji asumsi klasik yang lain yaitu uji heteroskedastisitas, uji multikolinieritas dan uji autokorelasi yang juga tidak ditemukannya hasil penelitian yang menyimpang dari uji asumsi klasik. Sehingga keempat variabel independen (ROA, EPS, EVA, dan MVA) dapat digunakan sebagai variabel yang mempengaruhi return saham.

Pada hipotesis pertama menunjukkan bahwa hanya pasangan ROA – EPS dan EVA – MVA saja yang memiliki hubungan yang signifikan, atau hanya Hipotesis 1a dan Hipotesis 1f saja yang diterima. Dari hasil yang diperoleh secara umum hanya variabel yang berada pada jenis rasio yang sama yang memiliki adanya hubungan yang signifikan. EPS dan ROA sebagai kelompok rasio keuangan konvensional menunjukkan adanya hubungan positif antara keduanya, sedangkan EVA dan MVA sebagai rasio kinerja modern juga menunjukkan adanya hubungan yang signifikan antara keduanya, hal ini dikarenakan antara EPS dan ROA sama-sama mengandung unsur laba dimana dalam perhitungan secara matematis keduanya sama-sama dibentuk oleh laba bersih setelah pajak. Sedangkan hubungan antara EVA dan MVA keduanya sama-sama memperhitungkan biaya modal

perusahaan. Namun demikian secara silang antara rasio kinerja konvensional dengan modern tidak menunjukkan adanya hubungan yang signifikan. Dengan demikian ada indikasi bahwa kedua jenis rasio keuangan tersebut saling berdiri sendiri. Hubungan antara ukuran kinerja konvensional dan kinerja modern tidak menunjukkan adanya hubungan yang signifikan, sehingga Hipotesis 1b, 1c, 1d dan 1e ditolak karena tidak menunjukkan adanya hubungan yang signifikan.

Pada hipotesis kedua menunjukkan bahwa H2a, H2b dan H2c dapat diterima, artinya menolak H_0 dan menerima H_1 . Pada hipotesis 2a dinyatakan bahwa ROA signifikan berpengaruh positif terhadap return saham pada perusahaan yang listed di BEJ, terbukti ROA memiliki level of significance kurang 5% yaitu sebesar 4,7%. Demikian pula pada hipotesis 2b yang menyatakan bahwa EPS signifikan berpengaruh positif terhadap return saham pada perusahaan yang listed di BEJ, terbukti level of significance dari EPS kurang dari 5% yaitu sebesar 1,4%. Sedangkan pada hipotesis 2c diterima dan terdapat pengaruh yang signifikan variabel ROA dan EPS secara bersama-sama terhadap variabel Return Saham yang ditunjukkan dengan nilai signifikansi sebesar 3,5%. Dimana nilai tersebut lebih kecil dari 5%. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa para investor masih tetap menggunakan EPS dan ROA sebagai ukuran kinerja perusahaan untuk memprediksi return saham di pasar modal (terutama di BEJ), dengan demikian EPS dan ROA yang semakin besar menunjukkan kinerja perusahaan semakin meningkat sehingga return saham juga meningkat.

Pada hipotesis ketiga menunjukkan bahwa H3a, H3b dan H3c tidak dapat diterima atau ditolak, artinya menerima H_0 dan menolak H_1 . Pada hipotesis 3a dinyatakan bahwa EVA tidak signifikan berpengaruh terhadap return saham pada perusahaan yang listed di BEJ, terbukti EVA memiliki level of significance diatas 5% yaitu sebesar 16%. Demikian pula pada hipotesis 3b yang menyatakan bahwa MVA tidak signifikan berpengaruh terhadap return saham pada perusahaan yang listed di BEJ, terbukti level of significance dari MVA lebih besar dari 5% yaitu sebesar 51,8%. Sedangkan pada hipotesis 3c juga ditolak dan tidak terdapat pengaruh yang signifikan variabel EVA dan MVA secara bersama-sama terhadap variabel Return Saham yang ditunjukkan dengan nilai signifikansi sebesar 36,8%. Dimana nilai tersebut lebih besar dari 5%. Hal ini mengindikasikan bahwa investor di BEJ pada periode 2000-2002 tidak memperhitungkan EVA dan MVA dalam pengambilan keputusan investasinya, hal sangat dimungkinkan karena kedua variabel tersebut belum begitu banyak dikenal oleh investor di Indonesia.

Kemampuan prediksi kinerja keuangan konvensional yang tercermin melalui variabel ROA dan EPS menunjukkan pengaruh yang lebih baik terhadap return saham daripada kinerja keuangan modern yang tercermin melalui variabel EVA dan MVA, hal tersebut ditunjukkan dengan besarnya nilai adjusted R^2 dari variabel ROA dan EPS lebih bagus dari pada nilai adjusted R^2 dari variabel EVA dan MVA. Dimana sebesar 4,3% variasi Return Saham yang bisa dijelaskan oleh variasi dari kedua variabel bebas

yaitu ROA dan EPS sedangkan sisanya sebesar 95,7% dijelaskan oleh sebab-sebab lain diluar model. Sedangkan variasi dari kedua variabel bebas yaitu EVA dan MVA hanya mampu menjelaskan sebesar 3,9% terhadap variasi Return Saham sedangkan sisanya sebesar 96,1% dijelaskan oleh sebab-sebab lain diluar model.

5.2. Implikasi Kebijakan

Hasil Penelitian ini menunjukkan bahwa kinerja keuangan konvensional perusahaan (ROA dan EPS) digunakan oleh investor untuk memprediksi return saham perusahaan pada perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Jakarta pada periode 2000–2002. Sedangkan kinerja keuangan modern yang tercermin melalui EVA dan MVA dalam hubungannya dengan *return* saham dalam penelitian ini, serta penelitian-penelitian sebelumnya khususnya di Indonesia menunjukkan pengaruh yang lemah. Hal tersebut disebabkan karena EVA dan MVA pada saat ini merupakan rasio keuangan yang dinilai masih relatif baru, sehingga pengetahuan investor mengenai EVA masih relatif kecil. Dengan kurang begitu dikenalnya EVA, investor kurang begitu banyak memperhatikan EVA dan MVA atas kelebihanannya pada perusahaan dalam menciptakan nilai tambah bagi pemilik perusahaan. Selain itu masih sedikitnya perusahaan yang mengeluarkan laporan kinerjanya dalam bentuk EVA menjadi pertimbangan mengapa ukuran kinerja ini belum memiliki hubungan yang signifikan dengan *return* saham.

Pengujian terhadap rasio kinerja konvensional ROA dan EPS memiliki pengaruh terhadap *return* saham, sedangkan untuk EVA dan MVA tidak diperoleh kondisi yang sama. Hal ini mengindikasikan bahwa ukuran kinerja konvensional lebih memberikan reaksi bagi investor dalam keputusan investasinya.

Hasil penelitian ini memberikan dukungan terhadap penelitian-penelitian EVA dan MVA yang pernah dilakukan di Indonesia. Penelitian Dewanto (1998), Sartono dan Setiawan (1999) yang menunjukkan tidak adanya hubungan yang signifikan antara EVA dan MVA terhadap *abnormal return*, sangat didukung oleh penelitian ini. Penelitian Hartono dan Chendrawati (1999) dalam perbandingan ukuran kinerja ROA dan EVA juga mendapatkan bahwa ROA memiliki satu ukuran kinerja yang lebih baik dibanding dengan EVA yang juga konsisten dengan penelitian Dodd dan Chen (1996).

5.3. Keterbatasan Penelitian

Adanya keterbatasan dalam metode penelitian, beberapa cara penghitungan variabel mengandung beberapa kelemahan karena digunakannya asumsi-asumsi guna penyederhanaan analisis. Sebagai contoh penghitungan biaya hutang dengan cara membagi beban bunga dengan total hutang perusahaan yang mengasumsikan bahwa nilai buku hutang sama dengan nilai pasar hutang. Hal ini yang mungkin menyebabkan kesalahan

dalam penghitungan biaya modal sehingga mempengaruhi penghitungan nilai EVA

Adanya keterbatasan data dalam melakukan penghitungan terhadap variabel-variabel penelitian terutama penghitungan biaya hutang (kd), hal ini terutama berhubungan dengan hutang jangka panjang dan beban bunga. Pada hutang jangka panjang banyak perusahaan tidak konsisten baik penamaan maupun rekening pembentuk hutang jangka panjang sehingga memungkinkan variabel akan bias. Begitupun halnya mengenai beban bunga yang memungkinkan penghitungan terhadap variabel akan bias, dimana data mengenai beban bunga tidak memisahkan antara beban hutang jangka pendek dengan beban hutang jangka panjang.

5.4. Agenda Penelitian Mendatang

Dengan kemampuan prediksi sebesar 4,3% pada variabel ROA dan EPS (kinerja keuangan konvensional) serta 3,9% pada variabel EVA dan MVA (kinerja keuangan modern) mengindikasikan perlunya faktor fundamental yang lain seperti likuiditas, solvabilitas dan aktivitas perusahaan dimasukkan sebagai prediktor dalam memprediksi return saham. Juga disarankan untuk memperpanjang periode pengamatan mengingat investor dalam jangka yang relatif pendek tidak menggunakan faktor fundamental dalam memprediksi return saham.

DAFTAR PUSTAKA

- Agus Sartono dan Kusdhianto Setiawan, (1999), "Adakah Pengaruh EVA Terhadap Nilai Perusahaan dan Kemakmuran Pemegang Saham pada Perusahaan Publik?," **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**, Vol.14, No.4, hal.124-136
- Barker, Richard G., (1999), "Survey and Market-based Evidence of Industry-dependence in Analysts' Preferences Between the Dividend Yield and Price-earnings Ratio Valuation Models," **Journal of Finance & Accounting** 26 (3) & (4) , 0306-686X: 393-416.
- Bacidore, Jeffery M., Boquist, John A., Milbourn, Todd., and Thakor, Anjan V, (1997), "The search for the best financial performance measure," **Financial Analyst Journal**, May-June: 11-20.
- Brigham, Eugene F. (1983). **Fundamentals of Financial Management**. Penerbit Erlangga, Jakarta. ^
- Claude et al., 1996, "Political Risk, Economic Risk, and Financial Risk," **Financial Analyst Journal**, Nov-Dec; 29-45.
- Dodd, James L., 1996, "EVA: A New Panacea?," **Business & Economic Review**, July-Sept: 26-27.
- Dewanto, (1988), "Pengaruh EVA Terhadap Harga Saham," **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**, Vol.14, No.4, pp.124-126
- Ferson, Wayne E.; and Harvey, Campbell R. (1996). "*Fundamental Determinants of National Equity Market Returns: A Perspective on Country Risk and Asset Pricing*". **Journal of Banking and Finance**, Fourtcoming.
- Gujarati, Damodar N. (2003). "**Basic Econometrics**". Singapore: Mc Graw Hill, Inc.
- Hair, Joseph F., Anderson, Rolph E., Tatham, Ronald L., and Black, William C., 1998, **Multivariate Data Analysis**, Fifth Edition. Prentice-Hall International, Inc.
- Imam Ghozali, 2001, **Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS**, Badan Penerbit Undip, Semarang
- Jogiyanto.1998. **Teori Portofolio dan Analisis Investasi** . BPFE UGM: Yogyakarta

- Jogiyanto Hartono dan Chendrawati, 1999, " ROA dan EVA: A Comparative Empirical Study," **Gadjah Mada International Journal of Business**, Vol.1, No.1, May, pp.45-59
- Lee CM, 1996, "Measuring Health," **CA Magazine**, April, 1996
- Machfoed Mas'ud. 1994. "Financial Ratio Analysis and The Prediction of Earnings Changes in Indonesia" . **Kelola**, No.7/III/1994: 114-134.
- Rina Trisnawati, 1999," Pengaruh Informasi Prospektus pada Return Saham di Pasar Modal," **Simposium Nasional Akutansi II dan Rapat Anggota II. Ikatan Akuntan Indonesia , Kompartemen Akuntan Pendidik**, 24 –25 Sept: pp 1-3.
- Robbert Ang, 1997, **Buku Pintar: Pasar Modal Indonesia**, Mediasoft Indonesia.
- Rousana M, 1997, "Memanfaatkan EVA Untuk Menilai Perusahaan di Pasar Modal Indonesia," **Usahawan**, No.4, Th.XXVI, April, 1997
- Singgih Santoso, 1999, **SPSS (Statistical Product and Service Solutions)**, Penerbit PT. Elex Media Komputindo-Kelompok Gramedia .Jakarta.
- Sparta, 2000, "Pengaruh Faktor Faktor Fundamental Lembaga Keuangan Bank Terhadap Harga Sahamnya Di Bursa Efek Jakarta, " **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**, Vol 15, No.3. pp. 25-44
- Suad Husnan, Mamduh M. Hanafi, dan Amin Wibowo, 1996, " Dampak Laporan Keuangan terhadap Kegiatan Perdagangan saham dan Variabilitas Tingkat Keuntungan," **Kelola**, No.11, Vol. V: 111 – 125.
- Syahib Natarsyah, 2000, " Analisis Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental dan Resiko Sistematis Terhadap Harga Saham: Kasus Industri Barang Konsumsi yang Go – Publik di Pasar Modal Indonesia," **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**, Vol. 15, No.3: pp 294 – 312.
- Teguh Prasetyo. (2000). " Analisis Rasio Keuangan dan Nilai Kapitalisasi Pasar sebagai Prediksi Harga Saham di BEJ pada Periode Bullish dan Bearish". **Simposium Nasional Akutansi III. IAI-Kompartemen Akuntan Pendidik**, Agustus:pp 652 – 695.
- Triyono dan Jogiyanto HM, 2000, "Hubungan Kandungan Informasi Arus Kas, Komponen Arus Kas, dan Laba Akutansi dengan Harga atau Return Saham," **Jurnal Riset Akutansi Indonesia**, Vol 3, No.1, Januari:54 – 68.